

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**

**VREDNOTENJE PROIZVODNEGA PODJETJA**

Ljubljana, januar 2007

DEJAN MARJANOVIĆ

## **IZJAVA**

Študent Dejan Marjanović izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom prof. dr. Aljoše Valentinčiča, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, 26.01.2007

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>1. UVOD.....</b>	<b>1</b>
<b>2. METODOLOGIJA IN NAČIN OCENJEVANJA VREDNOSTI .....</b>	<b>2</b>
2.1. <i>Opredelitev vrednosti podjetja .....</i>	2
2.2. <i>Teorije ocenjevanja vrednosti .....</i>	3
2.3. <i>Način tržnih primerjav .....</i>	3
2.4. <i>Na sredstvih zasnovan način .....</i>	4
2.5. <i>Na donosu zasnovan način .....</i>	4
2.5.1. <i>Metoda diskontiranega denarnega toka .....</i>	6
2.5.1.1. <i>Opredelitev čistega denarnega toka .....</i>	6
2.5.1.2. <i>Sedanja vrednost .....</i>	6
2.5.1.3. <i>Preostala vrednost .....</i>	7
2.5.1.4. <i>Vrednost lastniškega kapitala .....</i>	7
2.5.1.5. <i>Ocena diskontne mere .....</i>	8
2.6. <i>Pribitki in odbitki .....</i>	10
2.6.1. <i>Vrste pribitkov in odbitkov .....</i>	11
2.6.2. <i>Osnovna vrednost .....</i>	11
2.6.3. <i>Pribitek za obvladovanje in odbitek za neobvladljivost .....</i>	13
2.6.4. <i>Odbitek za pomankanje tržljivosti .....</i>	14
<b>3. PREDSTAVITEV IN ANALIZA PROIZVODNEGA PODJETJA.....</b>	<b>15</b>
3.1. <i>Dejavniki, ki vplivajo na ocenjevanje vrednosti .....</i>	15
3.1.1. <i>Makroekonomske razmere v letu 2005 .....</i>	15
3.1.2. <i>Makroekonomska napoved v prihodnje .....</i>	17
3.1.3. <i>Konkurenčna podjetja .....</i>	18
3.2. <i>Opis in kratka zgodovina Podjetja .....</i>	18
3.2.1. <i>Kratek opis podjetja .....</i>	18
3.2.2. <i>Kratka zgodovina in lastniška struktura podjetja .....</i>	19
3.2.3. <i>Tržna pozicija .....</i>	19
3.2.4. <i>Zaposleni .....</i>	20
3.2.5. <i>Poslovodstvo .....</i>	20
3.2.6. <i>Poslanstvo in strategija podjetja .....</i>	20
3.3. <i>Finančna analiza .....</i>	20
3.3.1. <i>Bilance stanja .....</i>	21
3.3.2. <i>Izkazi poslovnega izida .....</i>	22
3.3.3. <i>Obratni kapital .....</i>	24
3.3.4. <i>Računovodski kazalci .....</i>	25

<b>4. VREDNOTENJE PROIZVODNEGA PODJETJA PO METODI DCF</b>	<b>27</b>
4.1. <i>Napoved čistega denarnega toka in preostale vrednosti</i>	27
4.1.1. Napoved prihodkov	27
4.1.2. Napoved stroškov	28
4.1.3. Napoved prilagojenega dobička iz poslovanja	29
4.1.4. Napoved naložb	30
4.1.5. Napoved obratnega kapitala	30
4.1.6. Napoved čistega denarnega toka	30
4.1.7. Napoved preostale vrednosti	31
4.2. <i>Ocena diskontne mere</i>	31
4.2.1. Pribitek za kapitalsko tveganje	31
4.2.2. Izračun temeljne diskontne mere na osnovi CAPM	32
4.2.3. Prilagoditev temeljne diskontne mere za deželne specifične dejavnike	32
4.2.4. Dodatni elementi tveganja	33
4.3. <i>Ocena vrednosti</i>	34
<b>5. SKLEP</b>	<b>34</b>
<b>LITERATURA</b>	<b>36</b>
<b>VIRI</b>	<b>37</b>

# 1. UVOD

V državah z razvitim trgom kapitala se že vrsto let uporabljajo analize za ugotavljanje vrednosti podjetij, medtem ko je v Sloveniji vrednotenje podjetij postalo aktualno s procesom privatizacije.

S kasnejšim vstopom tujih podjetij na slovenski trg so se potrebe po vrednotenju še povečale, z letom 2005 pa so vrednotenje spodbudile še spremembe davčne zakonodaje. Lastniki podjetij so svoja podjetja prodali in jih nato kupili nazaj ter na ta način izničili kapitalske donose, ki so se jim nabirali številna leta. Vrednotenje podjetij se zato širi tako v smislu ocenjevanja vrednosti kot stroke kot tudi v smislu analiziranja vrednosti podjetij kot svetovalne dejavnosti investicijskih analitikov.

Namen diplomskega dela je finančna analiza in ocena vrednosti proizvodnega podjetja (v nadaljevanju Podjetje), in sicer kot podlaga pri odločitvi lastnikov za morebitno prodajo Podjetja. Kot najprimernejšo metodo za vrednotenje sem izbral metodo diskontiranih denarnih tokov (DCF metoda).

Diplomsko delo je razdeljeno na tri tematske sklope. Po uvodu je v prvem delu predstavljena metodologija in načini ocenjevanja vrednosti. Posebej so opisane tri metode vrednotenja in sicer način tržnih primerjav, na sredstvih in na donosu zasnovan način. Najbolj obširno je zaradi praktičnega dela predstavljena metoda diskontiranega denarnega toka. Prične se z opredelitvijo čistega denarnega toka, nato je prikazan izračun sedanje in preostale vrednosti ter ocena diskontne mere. Sklop se zaključi z opisom pribitkov in odbitkov, ki jih je prav tako potrebno upoštevati pri vrednotenju.

V drugem delu so predstavljeni dejavniki, ki vplivajo na ocenjevanje vrednosti kot npr. makroekonomske razmere, sledi opis in kratka zgodovina Podjetja ter finančna analiza bilance stanja, izkaza poslovnega izida, obratnega kapitala in računovodskih kazalcev.

Tretji sklop zajema praktičen prikaz vrednotenja po metodi DCF na primeru proizvodnega podjetja. Do končne ocene vrednosti pridemo v treh korakih. Prvi korak obsega napovedi prihodkov, stroškov, naložb in obratnega kapitala, iz katerih dobimo čisti denarni tok in preostalo vrednost. Sledi ocena diskontne mere, izračunana na podlagi CAPM modela. Na koncu dobljene denarne tokove in preostalo vrednost diskontiramo na sedanjo vrednost. Za dokončno vrednost se odštejejo še dolgovi Podjetja, doda se denar in sredstva na banki, naložbe ter presežek obratnega kapitala. Ker Podjetje ne kotira na borzi, in ga ni možno v kratkem času prodati, dobljeno vrednost zmanjšamo še za diskont zaradi pomankanja tržljivosti.

## 2. METODOLOGIJA IN NAČIN OCENJEVANJA VREDNOSTI

### 2.1. Opredelitev vrednosti podjetja

Vrednost podjetja lahko opredelimo na več načinov. Po osnovni definiciji vrednost predstavlja menjalno razmerje med dvema dobrinama, ki morata zadostiti kriterijema relativne redkosti blaga in uporabne vrednosti. (Norčič, 1994, str. 65). Škof (1994, str. 25) definira vredost kot sedanjo vrednost bodočih koristi, v praksi pa se pojem vrednosti razlikuje glede na individualne zahteve posameznikov. Na podlagi praktičnih izkušenj je Pratt (1993, str. 24) definiral sledeče vrednosti podjetja:

- Poštena tržna vrednost je vrednost, ki se jo lahko v trenutku vrednotenja iztrži na trgu.
- Vlagateljeva vrednost sloni na individualnih naložbenih zahtevah vlagatelja, ki pa niso enake naložbenim zahtevam drugih ter splošno sprejeti vrednosti postavljeni na trgu.
- Notranja ali temeljna vrednost je podana na osnovi analitične ocene posameznega analitika, ki se opira na ocene ostalih analitikov.
- Poštena vrednost je vsebinsko enaka pošteni tržni vrednosti, vendar naj bi bila ta vrednost resnično poštena, saj je določena predvsem na podlagi zakonskih aktov, ki predpisujejo, koliko je posamezen predmet vreden.
- Likvidacijska vrednost predstavlja vrednost podjetja ob prenehanju poslovanja.
- Zavarovalna vrednost je določena v primeru, ko zavarovanec zavaruje lastnino z namenom, da se mu v primeru nastale škode povrne premoženje, ki ga je imel pred poškodovanjem.
- Knjižna vrednost je računovodski izraz in se ne uporablja med ocenjevalci vrednosti podjetij. Izračuna se ga le iz bilanc podjetja, tako da se od vrednosti aktivnih postavk odštejejo vse obveznosti iz financiranja.

Od vseh zgoraj naštetih primerov vrednosti podjetja strokovni ocenjevalci najbolj uporabljajo pošteno tržno vrednost, pošteno vrednost, vlagateljevo vrednost in notranjo vrednost. Ostale so le njihove izpeljanke in se razlikujejo po namenu izračunavanja.

Slovenski poslovnifinančni standard 1 za ocenjevanje vrednosti podjetij kaže sedanje stanje strokovnega ocenjevanja vrednosti v razvitem svetu in pri nas. V skladu z njim je bistveno, da strokovni ocenjevalec izdelava analize, in nato sporoči naročniku svoja mnenja in nasvete, tako da so smiselni za naročnika, in da niso zavajajoči. Standard določa postopke in načela, ki jih je treba upoštevati pri ocenjevanju vrednosti, izdelovanju analiz in oblikovanju mnenj, pa tudi način predstavitve analiz in mnenj naročniku (Slovenski poslovnifinančni standardi, 2005).

## 2.2. Teorije ocenjevanja vrednosti

Na splošno teoretični ravni je vrednost kapitala, vloženega v podjetje, definirana kot vsota pričakovanih prihodnjih koristi, ki pripadejo njegovemu lastniku, pri čemer je vrednost koristi diskontirana na sedanjo vrednost z ustrezno diskontno mero (Praznik, 2004, str. 69). Neposredna uporaba te definicije v praksi zahteva kvantificirane projekcije ustreznih koristi - donosov (ti so lahko bruto ali čisti dobiček, denarni tok, dividende ali kako drugače izraženi donosi) in določitev ustrezne diskontne mere, kar v pogojih negotove prihodnosti ni vedno mogoče. V praksi je zato nastala vrsta različnih načinov ocenjevanja vrednosti podjetij. Ocenjevalci vrednosti podjetij običajno uporabljajo več različnih načinov ocenjevanja vrednosti, metod ocenjevanja vrednosti in postopkov ocenjevanja vrednosti, da bi na ta način čimbolj vsestransko podprli svoj dokončen cenitveni sklep.

Metode se na splošno uvrščajo v enega od naslednjih načinov (Pratt, 2001, str. 46):

- način tržnih primerjav,
- na sredstvih zasnovan način in
- na donosu zasnovan način.

## 2.3. Način tržnih primerjav

Pristop k vrednotenju podjetij, temelječ na tržnih primerjavah, je zasnovan na predpostavki, da dajejo nakupi oz. prodaje ocenjevanemu podjetju podobnih podjetij, zadovoljive informacije za vrednotenje podjetja (Fishman et al., 2002, str. 6-1). Pri tej metodi je vrednost podjetja določena z zneskom, ki bi ga bil pripravljen plačati racionalni vlagatelj za nakup delnic obravnavanega podjetja (Hartman, 2000, str. 35).

Način sloni na tržnih podatkih in je namenjen določanju vrednosti podjetja na osnovi primerjave podjetja s:

1. primerljivimi podjetji, uvrščenimi na organiziranem trgu kapitala (metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij) in/ali s
2. primerljivimi podjetji, ki so bila kupljena ali prodana pred relativno kratkim obdobjem (metoda primerljivih kupoprodaj podjetij).

V obeh metodah se najprej izbere vzorec primerljivih podjetij. Idealna primerljiva podjetja so tista, ki so iz iste panoge kot ocenjevano podjetje, s primerljivimi značilnostmi v smislu trga, proizvodov, diverzifikacije, ekonomskih vplivov, velikosti in drugih faktorjev.

Iz izbranega vzorca se kvantificirajo ustrezni tržni mnogokratniki. Mnogokratniki so lahko:

- cena/dobiček;
- cena/denarni tok;
- cena/knjižna vrednost lastniškega kapitala;

- EV/EBITDA;
- kapital/EBITDA itd.

Omenjene mnogokratnike nato pomnožimo z ustreznimi finančnimi kategorijami podjetja, ki ga ocenjujemo in dobimo vrednost.

Ta način je posebej primeren za ocenjevanje vrednosti podjetij, ki delujejo v kapitalsko razvitih okoljih, kjer je na razpolago zadostno število primerljivih podjetij, ki kotirajo na borzi, ali ki so bila udeležena v kupoprodajah podjetij. Metoda primerljivih na borzi uvrščenih podjetij je v takšnih okoljih posebej primerna za oceno tržne vrednosti manjšinskih deležev, medtem ko je metoda primerljivih kupoprodaj podjetij primernejša za ocenjevanje vrednosti obvladujočih deležev. Način pa ni primeren za ocenjevanje vrednosti podjetja, ki izkazuje negativni izid iz poslovanja, in katerega nadaljnje poslovanje je resno ogroženo.

#### **2.4. Na sredstvih zasnovan način**

To je eden od splošnih načinov ocenjevanja vrednosti podjetij, lastniških deležev ali vrednostnih papirjev, ki uporablja eno ali več metod, ki temeljijo na vrednosti sredstev, očiščenih obveznosti. Način je analogen nabavno vrednostnemu načinu ocenjevanja vrednosti, ki ga uporabljajo ocenjevalci vrednosti sredstev.

Pri ocenjevanju vrednosti poslujočega podjetja s to metodo moramo pri oceni sredstev izhajati iz njihove najgospodarnejše uporabe. Ker ocenjevalci vrednosti podjetij običajno niso strokovnjaki za ocenjevanje vrednosti sredstev, morajo pri uporabi te metode najeti ocenjevalce vrednosti sredstev.

Ta način ocenjevanja vrednosti se pretežno uporablja, kadar ocenjujemo vrednost podjetij, ki imajo značaj holdingov ali za podjetja, kjer je vprašljivo načelo časovne neomejenosti delovanja podjetja in ocenjujemo obvladujoč delež v njegovem lastniškem kapitalu. Kadar ocenjujemo vrednost poslujočega proizvodnega ali storitvenega podjetja, tega načina običajno ne uporabljamo oziroma ga uporabljamo le, kadar ocenjujemo manjšinski delež v lastniškem kapitalu takega podjetja.

#### **2.5. Na donosu zasnovan način**

Metoda temelji na predpostavki, da je vrednost naložbe enaka vsoti vseh prihodnjih donosov, ki jih naložba zagotavlja lastniku, pri čemer se vsak donos diskontira na sedanjo vrednost z diskontno mero, ki izraža časovno vrednost denarja in mero tveganja, povezano z možnostjo uresničitve pričakovanega donosa (Praznik, 2004, str. 69).



Je splošen in najprimernejši način določanja vrednosti podjetja, lastniškega deleža ali vrednostnega papirja, ki uporablja eno ali več metod, s katerimi pretvorimo pričakovan donos v vrednost. Običajno se uporabljata dve metodi:

- metoda diskontiranega denarnega toka in
- metoda kapitalizacije donosov.

Po metodi diskontiranih donosov izračunamo vrednost podjetja kot vsoto sedanjih vrednosti pričakovanih donosov lastnikov podjetja. Metoda zahteva projekcijo pričakovanih donosov, običajno v obdobju, dolgem od 10 do 15 let. Pri diskontiranju pričakovanih donosov uporabimo diskontno stopnjo, ki odraža časovno vrednost denarja in tveganje, povezano z ustvarjanjem donosov lastnikov podjetja (Fishman et al., 2002, str. 5-3, 5-4).

Metoda kapitalizacije donosov je skrajšana različica metode diskontiranih donosov, saj vrednotenje podjetij namesto na projekciji pričakovanih donosov lastnikov podjetja temelji na pričakovanem normaliziranem donosu, za katerega se običajno predpostavlja, da narašča po neki konstantni stopnji rasti v neskončnost. Vrednost podjetja izračunamo tako, da normalizirani donos lastnikov podjetja delimo s stopnjo kapitalizacije (Pratt, 1989, str. 87).

Pri metodi kapitalizacije donosov normaliziran donos delimo ali pomnožimo z ustreznim faktorjem kapitalizacije, s katerim pretvorimo donos v vrednost. Po metodi diskontiranega denarnega toka donose ocenimo za vsako od prihodnjih časovnih obdobj. Tako opredeljene donose (običajno izražene s čistim denarnim tokom) pretvorimo v vrednost z uporabo ustrezne diskontne mere in uporabo postopka izračunavanja sedanje vrednosti.

Pričakovani prihodnji donosi morajo biti zasnovani na predpostavkah, ki upoštevajo značilnosti podjetja, njegovo sestavo celotnega kapitala, preteklo poslovanje ter prihodnja pričakovanja glede na možnosti podjetja in njegovega okolja. V vrednost se pretvorijo na podlagi postopkov, ki upoštevajo pričakovano rast in časovno oddaljenost donosov, tveganje, povezano z donosi, in časovno vrednost denarja. Pretvorba donosov v vrednost se zagotovi z uporabo faktorja uglavničenja (kapitalizacije) ali diskontne mere. Pri določanju le-te mora ocenjevalec vrednosti upoštevati dejavnike, kot so raven obrestnih mer, pričakovane mere donosa naložbenikov v alternativne naložbe in posebna tveganja, povezana s predmetom ocenjevanja vrednosti.

Pri metodi diskontiranega denarnega toka je pričakovana rast vključena v napoved čistih denarnih tokov, pri metodi kapitalizacije donosov pa je pričakovana rast vključena v faktor kapitalizacije.

Faktorji kapitalizacije oziroma diskontne mere morajo biti prilagojeni vrsti pričakovanih donosov, to je, če gre za donos na celotni kapital ali za donos na lastniški kapital.

## 2.5.1. Metoda diskontiranega denarnega toka

### 2.5.1.1. Opredelitev čistega denarnega toka

Donosnost podjetja na splošno velja za najpomembnejši dejavnik pri ocenjevanju vrednosti lastniškega kapitala. Donos predstavlja »prosti denarni tok«, ki je na voljo lastnikom po izločitvi tistega dela denarnega toka, ki ga je potrebno reinvestirati v podjetje za nadaljevanje načrtovanega poslovanja in rasti podjetja. Prosti denarni tok je torej znesek, ki ga je moč razdeliti lastnikom, ne da bi škodovali načrtovanemu poslovanju ali rasti podjetja.

Obstaja več definicij denarnega toka. Za namen ocenjevanja vrednosti Podjetja sem uporabil čisti denarni tok celotnega kapitala, ki je definiran kot (Brigham et. al., 1999, str. 45):

$$\begin{aligned} & \text{EBIT (poslovni izid iz poslovanja, brez amortizacije, obresti in davkov)} \\ & - \\ & \text{Davek za plačilo glede na EBIT (davčna stopnja * EBIT)} \\ & = \\ & \text{NOPAT ali prilagojeni dobiček iz poslovanja} \\ & + \\ & \text{Amortizacija} \\ & - \\ & \text{Sprememba obratnega kapitala} \\ & - \\ & \text{Naložbe v osnovna sredstva} \\ & = \\ & \text{Čisti denarni tok} \end{aligned}$$

Izračun čistega denarnega toka vsem vlagateljem se začne z dobičkom iz poslovanja (v nadaljevanju EBIT), ki se zmanjša za prilagojeni davek in poveča za odložene davke. EBIT vključuje večino prihodkov in stroškov iz poslovanja, ne vključuje pa prihodkov in stroškov financiranja, izrednih prihodkov in odhodkov ter prihodkov od neposlovnih naložb podjetja. Edini nedenarni strošek, vključen v EBIT, je strošek odpisov vrednosti (med njimi amortizacija). Vnovični izračun davka je potreben zaradi davčnega ščita, ki ga omogoča financiranje z dolžniškim kapitalom. Prilagojeni davek na dobiček je davek, ki bi moral biti plačan, če bi bil EBIT osnova za plačilo tega davka (Bergant, 1998, str. 87-101).

### 2.5.1.2. Sedanja vrednost

Osnovna formula za izračun sedanje vrednosti prihodnjega čistega denarnega toka v določenem časovnem obdobju je naslednja (Brealey et al., 2003, str. 77):

$$PV = \frac{NDT_1}{(1+d)} + \frac{NDT_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+d)^n}$$

kjer je:

PV	=	sedanja vrednost
NDT <sub>1</sub> do n	=	čisti denarni tok v obdobju napovedi od 1 do n
d	=	diskontna mera
n	=	število let napovedi

### 2.5.1.3. Preostala vrednost

Projekcije čistega denarnega toka se izdelajo po letih za določeno časovno obdobje, običajno za 5 do 10 let od datuma ocenjevanja vrednosti. Čisti denarni tok po tem t.i. eksplicitnem obdobju pa se zaradi časovne oddaljenosti zajame v enem samem znesku t.j. v obliki preostale (rezidualne) vrednosti, ki jo diskontiramo na sedanjo vrednost in prištejemo diskontiranim vrednostim letnih denarnih tokov. Krajše, kot je eksplicitno obdobje za napovedovanje denarnih tokov, relativno večji je vpliv končne vrednosti podjetja na sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov (Copeland et al., 1996, str. 267). V primeru, da se napoved po eksplicitnem obdobju raztegne na zelo dolgo obdobje v prihodnosti, postane končna vrednost podjetja zelo majhna (obdobje 100 let). Ta predpostavka izhaja iz časovne vrednosti denarja, ki zelo oddaljenim denarnim tokovom zaradi negotovosti pripisuje zelo majhno sedanjo vrednost (Mramor, 1993, str. 191).

Formula za izračun preostale vrednosti ob predpostavki normaliziranega čistega denarnega toka po obdobju napovedi, ki raste po konstantni stopnji rasti  $g$  (Gordonov model) v teoretično neskončnost, je naslednja:

$$RV = \frac{NDT_0(1+g)}{d-g}$$

kjer je:

RV	=	preostala vrednost
NDT <sub>0</sub>	=	normalizirani denarni tok na koncu obdobja napovedi
d	=	diskontna mera
g	=	poprečna letna stopnja rasti normaliziranega denarnega

### 2.5.1.4. Vrednost lastniškega kapitala

Seštevek diskontirane vrednosti letnih čistih denarnih tokov v obdobju projekcije in diskontirane preostale vrednosti predstavlja vrednost celotnega kapitala. Da bi dobili vrednost lastniškega kapitala, od ocenjene vrednosti celotnega kapitala odštejemo dejanski znesek dolga podjetja na datum ocenjevanja vrednosti in morebitni primanjkljaj v obratnem kapitalu. Nato mu prištejemo ocenjeno vrednost premoženja, ki ni neposredno prispevalo k ustvarjanju

načrtovanega denarnega toka iz poslovanja (morebitni presežki obratnega kapitala, dolgoročne in kratkoročne finančne naložbe, poslovno nepotrebno premoženje).

#### **2.5.1.5. Ocena diskontne mere**

Druga faza metode diskontiranega denarnega toka je določitev ustrezne diskontne mere. Diskontna mera je mera donosa, s katero spremenimo prihodnji denarni znesek v sedanjo vrednost. Teoretično gledano je diskontna mera oportunitetni strošek, ki je enak pričakovanemu donosu na alternativne naložbe s približno enako stopnjo tveganja kot obravnavana naložba. Tveganje naložbe pomeni stopnjo negotovosti v zvezi z uresničitvijo prihodnjih donosov. Ob predpostavki učinkovitega delovanja trga kapitala trg oblikuje (ceno) strošek kapitala v obliki mere donosa naložb, ki so primerljive po stopnji tveganja in drugih kvalitativnih značilnostih. Kadar se racionalen investitor odloča o dveh alternativnih naložbah, ki imata enako pričakovano mero donosa v prihodnosti, se bo odločil za tisto, ki ima nižjo stopnjo tveganja. Da bi se odločil za naložbo z višjim tveganjem, zahteva ustrezno višji donos. Iz tega izhaja konceptualna razčlemba zahtevane mere donosa na dva dela, in sicer na netvegano mero donosa, ki je običajno enaka donosu državnih vrednostnih papirjev kot najbolj varne naložbene možnosti, in predstavlja skupaj s pričakovano inflacijo tako imenovano časovno vrednost denarja, ter pribitka za tveganje.

CAPM (ang. Capital Asset Pricing Model) je model preko katerega se določi cena dolgoročne naložbe, kjer je zahtevana stopnja donosa te naložbe pogojena z zahtevano stopnjo donosa netvegane naložbe in zahtevane premije za tveganje te naložbe (Brigham, Daves, 2002, str. 297).

Nikjer ni mogoče pridobiti tako kvalitetnih podatkov o pribitku za kapitalsko tveganje, o beti primerljivih podjetjih in o drugih relevantnih podatkih za izračun diskontne mere, kot v ZDA, ki zaradi velikosti in razvitosti trga kapitala edine zagotavljajo dovolj kvalitetno osnovo ter statistične podatke in informacije za uporabo CAPM. Zato predvsem v zadnjem času ocenjevalci za izračun diskontne mere v drugih državah najprej uporabijo ameriške statistične podatke in na teh podatkih opredelijo tako imenovano temeljno diskontno mero za dejavnost, v kateri deluje podjetje, ki ga ocenjujejo, in nato opravijo potrebne uskladitve.

Takšen pristop zahteva naslednje korake:

- določiti netvegano mero donosa
- določiti faktor beta
- določiti pribitek za kapitalsko tveganje
- izračunati temeljno diskontno mero na osnovi CAPM
- prilagoditi temeljno diskontno mero za deželne specifične dejavnike
- prišteti ali odšteti kakršnekoli dodatne elemente tveganja.

CAPM model temelji na naslednjih ključnih predpostavkah (Bodie et. al., 2003, str. 221):

- investitorji so nenaklonjeni tveganju (za vsako povečanje tveganja bo naložbenik zahteval povečan donos, da bo pripravljen izbrati naložbo z večjim tveganjem);
- racionalni investitorji si prizadevajo imeti portfelj učinkovito razpršenih naložb;
- vsi investitorji vlagajo v kapital na časovno neomejeno obdobje (teoretična neskončnost);
- vsi investitorji imajo enaka razumna pričakovanja glede stopenj donosa in sestave diskontne mere;
- transakcijski stroški niso upoštevani;
- niso upoštevani nobeni davki, povezani z investiranjem (upoštevata se edino davek na dobiček podjetja);
- obrestna mera za dana posojila je enaka obrestni meri za izposojen denar;
- trg je popolnoma transparenten in likviden.

CAPM temelji na izhodišču, da investitor zahteva tem višji donos naložbe v lastniški kapital, čim višje je tveganje naložbe v primerjavi z netvegano naložbo, kot je na primer državna obveznica. CAPM meri zahtevano mero donosa na podlagi treh elementov: netvegane mere donosa, koeficienta beta in pribitka za kapitalsko tveganje. CAPM se izračuna (Brigham, Daves, 2002, str. 297):

$$k_s = r_f + (r_m - r_f) \beta$$

kjer je:

$k_s$	=	zahtevana mera donosa lastniškega kapitala posameznega podjetja
$r_f$	=	stopnja donosa netvegane naložbe
$r_m$	=	stopnja donosa lastniškega kapitala povprečnega podjetja (trga)
$\beta$	=	beta; mera sistematičnega tveganja
$(r_m - r_f)$	=	tržna premija

### **Netvegana mera donosa**

Netvegana mera donosa običajno temelji na meri donosa dolgoročnih državnih obveznic. Ti vrednostni papirji se uporabljajo zato, ker imajo zelo nizko tveganje izostanka plačil, so visoko unovčljivi in vključujejo pribitek za časovni horizont (razlika med donosom dolgoročnega in kratkoročnega državnega vrednostnega papirja). Dolgoročne državne obveznice kot osnova za določanje netvegane mere donosa se uporabljajo zato, da se čim bolj približamo časovnemu obdobju, v okviru katerega investitorji posedujejo svoje lastniške naložbe, razen tega pa tudi statistični izkazi pribitka za kapitalsko tveganje, ki jih prikazuje Ibbotson Associates, temeljijo na merah donosa dolgoročnih državnih vrednostnih papirjev.

### **Mera tveganja – koeficient "b" (beta)**

Teorija kapitalskega trga deli pribitek za tveganje na dva dela, splošno in posebno tveganje. Sistematično tveganje je negotovost realizacije prihodnjih donosov, ki izhaja iz dejavnikov, ki učinkujejo na vsa podjetja v gospodarstvu enako (ukrepi makroekonomske politike, ciklično

gibanje gospodarstva, zunanji šoki itd). Posamezen investitor se temu tveganju ne more izogniti z razpršitvijo svojih naložb oz. portfelja. Nesistematično tveganje pa določajo dejavniki, specifični za posamezno podjetje oz. panogo (možnosti stavk, tveganost nabavnih in prodajnih trgov, diverzificiranost proizvodnje, sposobnost vodstva itd.), ki se mu lahko investitor izogne, tako da razprši svoj portfelj naložb (delnic). Na tej ugotovitvi temelji CAPM, ki pokaže, da je ob določenih predpostavkah pribitek za kapitalско tveganje funkcija splošnega tveganja, medtem ko posebno tveganje ni relevantno prav zato, ker se mu je mogoče izogniti z razpršitvijo portfelja posameznega investitorja.

Mera splošnega tveganja v CAPM modelu je koeficient beta. Izraža odnos med variabilnostjo mere donosnosti lastniškega kapitala posameznega podjetja in mere donosnosti lastniškega kapitala celotnega trga, izračunan pa je kot količnik kovariance med obema spremenljivkama in variance mere donosnosti lastniškega kapitala povprečnega podjetja. Če je njena vrednost večja od 1, je naložba v lastniški kapital določenega podjetja bolj tvegana kot v povprečno podjetje, in obratno, če je beta manjša od 1.

Posebno tveganje se nanaša na specifične finančne in poslovne značilnosti posameznega podjetja. To tveganje delimo na poslovno in finančno tveganje. Poslovno tveganje pomeni negotovost glede doseganja pričakovanih donosov iz poslovanja (izraža se z variabilnostjo dobička iz poslovanja), finančno tveganje pa je povezano z zadolženostjo oziroma finančnim vzvodom podjetja. Finančni vzvod namreč vnaša dodatno variabilnost celotnega dobička zaradi fiksnega značaja odhodkov za obresti. Posebno tveganje v diskontni meri upoštevamo tako, da zahtevani meri donosa, določeni po CAPM, dodamo pribitek za specifično tveganje posameznega podjetja.

### **Pribitek za kapitalско tveganje**

Izraz  $(R_t - R_f)$  pomeni pribitek za kapitalско tveganje, ki ga zahtevajo investitorji za vlaganje v lastniški kapital. Pribitek za kapitalско tveganje se sproti določa na organiziranem trgu lastniških vrednostnih papirjev, in sicer kot razlika med mero donosa določene standardne košare navadnih delnic ter netvegane mere donosa. Pri tem je treba upoštevati tudi dejstvo, da se pribitek za kapitalско tveganje nanaša na manjšinske lastniške deleže (lastnik navadne delnice nima vpliva na poslovno politiko podjetja) in da je delnico, uvrščeno na borzi, v normalnih razmerah mogoče takoj prodati. Trg priznava določen pribitek za unovčljivost oziroma zahteva odbitek za pomanjkanje tržljivosti lastniških deležev v zaprtih podjetjih v primerjavi z delnicami podjetij, uvrščenih na borzi.

## **2.6. Pribitki in odbitki**

Pomembno kategorijo ocenjevanja vrednosti predstavljajo posebni pribitki oziroma odbitki, s katerimi korigiramo vrednost, dobljeno na osnovi uporabe prej omenjenih načinov ocenjevanja vrednosti.

### **2.6.1. Vrste pribitkov in odbitkov**

Pribitke in odbitke razvrščamo v dve krovni skupini, in sicer:

- pribitke oziroma odbitke, povezane s podjetjem kot celoto, ki je predmet ocenjevanja, in
- pribitke oziroma odbitke, povezane z značilnostmi lastništva v podjetju, ki je predmet ocenjevanja.

Pribitki in odbitki iz prve skupine se nanašajo na podjetje kot celoto in ne odražajo značilnosti posameznih lastnikov. Veljajo za vse lastnike enako, ne glede na njihov delež in upravljalne pristojnosti. Ocenjevalci jih običajno uporabimo pred pribitki in odbitki iz druge skupine, tako da jih vgradimo že v elemente uporabljenih metod ocenjevanja. Ti pribitki in odbitki se predvsem nanašajo na nekatera specifična dodatna tveganja, ki jih ocenjevalec pripisuje podjetju, ki ga ocenjuje, kot so:

- odbitek zaradi ključne osebe,
- odbitek zaradi nerešenih ekoloških problemov,
- odbitek zaradi grozečih sodnih sporov,
- odbitek zaradi specifičnih tržnih tveganj ipd.

Konkretno ocenjevalec te odbitke vgradi že kot dodatne odstotne točke pri diskontni meri oziroma meri kapitalizacije, kadar uporablja na donosu zasnovan način, ali kot ustrezno zmanjšanje tržnih mnogokratnikov ocenjevanja, kadar uporablja na tržnih primerjavah zasnovan način ocenjevanja. Pri uporabi teh pribitkov oziroma odbitkov je ocenjevalec prepuščen izključno svoji presoji tveganj, ki jim je podjetje zaradi svojih posebnosti dodatno podvrženo.

Druga skupina pribitkov in odbitkov zajema tiste, ki jih ocenjevalec pripisuje značilnostim lastništva v podjetju. Te značilnosti se odražajo bodisi skozi vpliv lastnika na upravljanje podjetja bodisi skozi možnost lastnika, da unovči svoj lastniški delež v podjetju. S tega vidika obstajata dve skupini pribitkov oziroma odbitkov:

- pribitek za obvladovanje oziroma odbitek za neobvladljivost (tudi odbitek za manjšinski delež); ter
- odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Skupna značilnost obeh skupin pribitkov in odbitkov je v tem, da njihova uporaba zahteva jasno definirano osnovno vrednost, ki jo nato korigiramo s pribitkom oziroma odbitkom.

### **2.6.2. Osnovna vrednost**

Izhodišče za določanje kakršnegakoli pribitka ali odbitka, ki je povezan z odnosom lastnika do ocenjevanega podjetja, je zelo jasno definirana osnova. Če odmislimo vse ostale dejavnike, lahko, upoštevajoč le vidik obvladovanja in tržljivosti/unovčljivosti lastniškega deleža, opredelimo različne ravni vrednosti, ki nam dajo osnovno vrednost, na kateri temeljimo

uporabo pribitka oziroma odbitka. Vrednostne ravni lahko opredelimo tako (Praznik, 2004, str. 102):

1. raven:strateška ali sinergijska vrednost
2. raven:vrednost za obvladujočega lastnika
3. raven:vrednost za manjšinskega lastnika, katerega lastniški deleži/delnice se prosto prodajajo na aktivnem trgu kapitala
4. raven:vrednost neprodajljivega/neuvnovčljivega deleža za manjšinskega lastnika v lastniško zaprtem podjetju.

Strateška ali sinergijska vrednost predstavlja vrednost za investitorja, ki si je sposoben z posebnimi znanji in ukrepi pridobiti dodatne sinergijske učinke in zaradi tega tudi višjo vrednost kot jo predvideva standard tržne vrednosti, četudi predvidimo njegov obvladujoči lastniški delež. Vse ostale prikazane ravni vrednosti se nanašajo na tržno vrednost ob predpostavki poslujočega podjetja.

Glede na metodo ocenjevanja dobimo različne osnovne vrednosti:

a) **Na sredstvih zasnovan način** običajno predpostavlja obvladujoče lastništvo. Le obvladujoči lastnik lahko namreč odloča o razprodaji sredstev ob likvidaciji podjetja oziroma o tem, da bo sredstva v poslujočem podjetju optimalno izkoriščal, kar sta dve od temeljnih načel tega načina. Zato se ta način običajno uporablja le za oceno obvladujočih deležev, razen če gre za podjetja, za katera je uporaba tega načina edino primerna, kot so na primer finančni holdingi. V teh primerih je potrebno za oceno manjšinskega lastniškega deleža upoštevati odbitek za neobvladljivost.

b) Z uporabo na **donosu zasnovanega načina** dobimo vrednost bodisi obvladujočega bodisi manjšinskega deleža na prodajljivi osnovi. Pri določanju diskontne mere, posebej z uporabo modela ocenjevanja dolgoročnih sredstev (v nadaljevanju CAPM) namreč izhajamo iz podatkov o gibanju delnic na aktivnih trgih kapitala, kjer je tržljivost oz. unovčljivost visoka. Razlika med vrednostjo za obvladujočega lastnika in vrednostjo za manjšinskega lastnika se odraža predvsem v napovedanem denarnem toku. Če izhajamo iz denarnega toka, ki je razpoložljiv manjšinskemu lastniku, kot osnovno vrednost dobimo vrednost za manjšinskega lastnika, če pa izhajamo iz denarnega toka, razpoložljivega za obvladujočega lastnika, dobimo osnovno vrednost za obvladujočega lastnika.

Kolikor bi poslovodstvo podjetje upravljalo tako, da bi maksimalno izkoristilo njegove potenciale, in bi bil razpoložljiv denarni tok enakomerno porazdeljen med vse lastnike, potem omenjene razlike ne bi bilo. Običajno pa se tekoče stanje v podjetju pomembno razlikuje od ciljnega. Kadar torej pri napovedi denarnega toka izhajamo iz obstoječega stanja, pri čemer manjšinski lastnik nima možnosti vplivati na optimiranje nekaterih neracionalnih postavk (npr. prevelika izplačila poslovodstvu, neustrezna sestava celotnega kapitala ipd.), dobimo vrednost na prodajljivi osnovi za manjšinskega lastnika. Če želimo dobiti vrednost za



manjšinskega lastnika v lastniško zaprti družbi, bomo torej v tem primeru uporabili le odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Kadar pa v napovedi denarnega toka upoštevamo vpliv obvladujočega lastnika in predvidimo korekture, ki se nanašajo na odpravo nekaterih neracionalnosti v obstoječem poslovanju podjetja, dobimo vrednost na prodajljivi osnovi za obvladujočega lastnika. Pri tem se za oceno vrednosti uporabi ponovno odbitek za pomanjkanje tržljivosti, ki pa je v teh primerih običajno nižji kot pri manjšinskem lastniku, saj ima obvladujoči lastnik večji vpliv na morebitno prodajo kapitala podjetja.

c) Pri uporabi **načina tržnih primerjav** je dobljena osnovna vrednost odvisna od uporabe konkretne metode ocenjevanja. Pri uporabi metode primerljivih na borzi uvrščenih podjetij se temelji vrednost podjetja na primerjavah s cenami delnic podjetij, uvrščenih na borzi. Glede na to, da se na borzah trguje z manjšinskimi deleži, dobimo po tej metodi osnovno vrednost za manjšinskega lastnika. Za oceno manjšinskega deleža v lastniško zaprtem podjetju se uporablja le odbitek za pomanjkanje tržljivosti, če pa se ocenjuje obvladujoči delež, uporabimo pribitek za obvladovanje in nekoliko manjši odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Pri uporabi metode primerljivih kupoprodaj podjetij dobimo običajno vrednost na prodajljivi osnovi za obvladujočega lastnika, upoštevajoč, da se večina kupoprodaj nanaša na obvladujoče deleže, vendar se pogosto soočamo tudi s sinergijsko vrednostjo, ki je značilna za vrednost za investitorja in ne za tržno vrednost. Zato moramo pri ocenjevanju tržne vrednosti s pomočjo te metode običajno upoštevati še dodaten odbitek za sinergijo. Poleg tega pri ocenjevanju manjšinskega deleža upoštevamo še odbitek za neobvladljivost in odbitek za pomanjkanje tržljivosti ( Praznik, 2004, str. 103).

### **2.6.3. Pribitek za obvladovanje in odbitek za neobvladljivost**

Raven obvladovanja v podjetju v veliki meri določa tudi raven tržljivosti oziroma unovčljivosti lastniškega deleža v podjetju. Zato je pri ocenjevanju vrednosti podjetij vedno najprej potrebno analizirati vidik obvladovanja in s tem povezana pribitek oziroma odbitek, preden se lotimo analiziranja tržljivosti oziroma unovčljivosti.

Vrednost lastniškega deleža v kapitalu lastniško zaprtega podjetja je le redko enaka njegovemu proporcionalnemu delu celotnega lastniškega kapitala podjetja. Le 100% lastnik popolno obvladuje podjetje, tako da samo v tem primeru lahko enačimo vrednost deleža z vrednostjo podjetja (njegovega lastniškega kapitala). V vseh drugih primerih obstajajo razlogi za razmislek o uporabi odbitka za neobvladljivost, če to zahteva dobljena osnovna vrednost.

Raziskave pribitkov za obvladovanje na ameriškem trgu kapitala dajejo zaenkrat edine empirične podatke, ki lahko predstavljajo merilo za opredelitev in kvantifikacijo pribitkov za obvladovanje oziroma odbitkov za neobvladljivost. Obstajata dve kategoriji teh podatkov:

- pribitki, plačani za prevzem podjetij, v primerjavi s cenami delnic teh podjetij na aktivnem trgu kapitala pred objavo prevzema;
- odstotki odbitkov, ki jih beležijo transakcije manjšinskih deležev v primerjavi s čisto vrednostjo sredstev.

#### **2.6.4. Odbitek za pomankanje tržljivosti**

Dejstvo, da za lastniške deleže v lastniško zaprtih družbah ni trga, kjer bi jih bilo možno takoj in brez dodatnih stroškov prodajati in kupovati, znatno poveča tveganje pri unovčevanju takšnih deležev v primerjavi s prosto tržnimi lastniškimi deleži. Odbitek za pomankanje tržljivosti tako odigrava vlogo izenačevalca manjšinskega deleža v lastniško zaprti družbi z manjšinskim deležem v podjetjih, katerih delnice so uvrščene na aktivnih trgih kapitala. S tega vidika je lastniški delež v lastniško zaprti družbi bistveno manj atraktiven od delnice, uvrščene na borzi, in zaradi tega tudi manj vreden. To upošteva bi lahko tržljivost definirali kot zmožnost takojšnje pretvorbe lastniškega deleža v denar z minimalnimi transakcijskimi in administrativnimi stroški in z veliko verjetnostjo, da bomo denar od prodaje v najkrajšem času pridobili.

Odločitev o tem, kakšen odbitek za pomankanje tržljivosti bomo uporabili, je v veliki meri odvisna od tega, ali imamo opraviti z obvladujočim ali manjšinskim deležem. Glede na statistične podatke, ki jih lahko uporabimo kot eno od osnov za določanje odbitka za pomankanje tržljivosti, je mnogo čistejša situacija, kadar se odločamo o odbitku na vrednost za manjšinskega lastnika.

Merila za določanje odbitka za pomankanje tržljivosti pri manjšinskih deležih dobimo v glavnem iz dveh skupin raziskav:

- raziskave restriktivnih delnic; in
- raziskave začetnih javnih ponudb

Ko se opredeljujemo za konkreten odbitek za pomankanje tržljivosti pri ocenjevanju manjšinskih deležev v lastniško zaprtih družbah, moramo poleg statističnih osnov upoštevati še naslednje dejavnike (Praznik, 2004, str. 111):

- pravica prodaje pod vnaprej znanimi pogoji (tim. put rights); kolikor ima lastnik manjšinskega deleža takšno pravico, bo njegov delež mnogo bolj tržen kot »normalen« manjšinski delež v lastniško zaprti družbi;
- zgodovina izplačila dividend; delnice, za katere lastniki v preteklosti niso dobivali dividend, bo bistveno težje prodati kot delnice z redno izplačanimi dividendami;
- potencialni kupci; realen obstoj več potencialnih kupcev zmanjšuje tveganje prodaje in s tem tudi potreben odbitek za pomankanje tržljivosti;
- velikost deleža; empirične raziskave kažejo, da je večje svežnje manjšinskih deležev težje prodati kot manjše, saj je težje najti ustrezne kupce večjih svežnjev, razen tega je tudi financiranje nakupa večjih svežnjev bolj zahtevno;

- možnosti za borzno kotacijo; v tem primeru bo odbitek za pomanjkanje tržljivosti manjši kot v primerih, kjer na dolgi rok ni nobenih možnosti, da bi se delnice podjetja uvrstile na borzo;
- dostopnost do informacij in njihova zanesljivost; čim večja je dostopnost do informacij za manjšinskega lastnika in čim večja je zanesljivost teh informacij, tem manjši bo odbitek za pomanjkanje tržljivosti;
- statutarna ali zakonska določila, ki omejujejo prenosljivost delnic, bodo zahtevala višji odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

Kadar imamo opraviti z obvladujočim deležem v lastniško zaprti družbi, se moramo prav tako vprašati o ustreznosti uporabe odbitka za pomanjkanje tržljivosti. Za razliko od imetnika delnice, uvrščene na borzi, lastnik obvladujočega deleža v lastniško zaprti družbi svoj delež proda mnogo težje, v daljšem časovnem obdobju, z večjimi stroški in z bolj nepredvidljivim izkupičkom. To velja tudi za 100-odstotnega lastnika. Problem pri opredeljevanju odbitka za pomanjkanje tržljivosti za večinske lastnike pa je pomankanje empiričnih podatkov.

### **3. PREDSTAVITEV IN ANALIZA PROIZVODNEGA PODJETJA**

#### **3.1. Dejavniki, ki vplivajo na ocenjevanje vrednosti**

##### **3.1.1. Makroekonomske razmere v letu 2005**

Gospodarska rast na evro območju se pospešuje že od leta 2005, v prvi polovici 2006 pa je bila dosežena celo najvišja gospodarska rast v zadnjih 6 letih. Do tega je prišlo zaradi rasti zasebne potrošnje in posledično višjega domačega povpraševanja ter rasti investicij. Za leto 2006 se napoveduje letna rast v višini 2,5%. Napovedi za 2007 predvidevajo upočasnitev gospodarske rasti ter nekoliko višjo rast v letu 2008. Upočasnitev gospodarske rasti v letu 2007 temelji na nadaljni apreciaciji evra proti dolarju in pričakovani upočasnitvi gospodarske rasti ZDA, kar bo negativno vplivalo na rast evropskega izvoza. Notranja dejavnika, ki bosta vplivala na nižjo rast domačega povpraševanja, bosta bolj restriktivna monetarna politika ECB ter dvig DDV v Nemčiji ob začetku leta 2007. Tako se bo predvsem v Nemčiji, stopnja gospodarske rasti prihodnje leto upočasnila.

Po napovedih IMF naj bi svetovna gospodarska rast za leto 2006 znašala 5,1%, v letu 2007 pa 4,9%. Ugodnejše so tudi napovedi realne rasti svetovne trgovine – 8,9% in 7,6%. Napovedi za ZDA, Japonsko, Kitajsko in ostale azijske države ostajajo za letošnje leto ugodne, prihodnje leto pa se pričakuje upočasnitev v ZDA in na Japonskem, medtem ko naj bi kitajska gospodarska rast še naprej ostala visoka.

Med tveganji, ki bi lahko vplivala na večjo upočasnitev svetovne gospodarske rasti, je morebitna visoka rast cen nafte, kar bi povečalo stroškovne pritiske na cene, hkrati pa bi centralne banke vodilo v še bolj restriktivno denarno politiko. Na svetovno gospodarstvo bi imela negativen vpliv tudi morebitna hitrejša upočasnitev gospodarske rasti v ZDA od trenutno prevladujočih napovedi.

Za naslednja leta se napoveduje zmerna inflacija v mejah, ne glede na vpliv povišanja cen dobrin. Protiinflacijski pritiski vključujejo poceni delovno silo v državah v razvoju, donose iz tehnološko-gnane produktivnosti in potencialno recesijo na področju dobrin ali nepremičnin, nekje v naslednjih letih. Močna rast ter stroga politika centralnih bank je povzročila globalno rast obrestnih mer. Obrestne mere v ZDA naj se ne bi dvignile precej višje od trenutnih stopenj, zaradi dobrih napovedi glede inflacije ter obsežnih globalnih prihrankov. Centralne banke bodo po vsej verjetnosti previdne pri dvigovanju obrestnih mer, da ne bi povečale vrednosti njihovih valut in zadrževale gospodarske rasti.

Premije za tveganje in stopnje volatilnosti v sredstvih, kot so nepremičnine, obveznice ter kapitalski trgi držav v razvoju se bližajo zgodovinsko nizkim vrednostim, finančni vzvod pa najvišjim vrednostim. Precejšen faktor pri zmanjševanju premij za tveganje je velika likvidnost, še posebno nizka japonska obrestna mera. Premije za tveganje naj bi se torej v prihodnje dvignile na normalno raven.

V prihodnjih letih se pričakuje padanje ameriškega dolarja. Nasprotujoča neravnotežja kot so velik trgovinski primanjkljaj ter prevelika poraba v ZDA, bodo potrebovala vzpodbudo. Ta bo verjetno zunanja, v obliki šibkejšega ameriškega dolarja, kar bo zmanjšalo uvoz iz Azije ter rebalansiranje trenutnega neravnotežja.

Po podatkih UMAR-ja je bila v Sloveniji gospodarska rast v prvi polovici leta 2006 5-odstotna. Glavna dejavnika rasti BDP v prvem polletju sta bila izvoz blaga in storitev, ki se je v primerjavi z istim obdobjem lani realno povečal za 11,6%, ter bruto investicije v osnovna sredstva, ki so se realno povečale za 8,9%. Ob višji rasti domače potrošnje in izvoza se letos bolj krepiti tudi rast uvoza blaga in storitev. V prvi polovici leta so najvišjo rast dodane vrednosti dosegli v skupini dejavnosti tržnih storitev. Med tržnimi storitvami so najvišjo stopnjo rasti dosegli v finančnem posredništvu (7,8%).

V letu 2005 so industrijska podjetja v Sloveniji prodala za 3.967 milijard SIT proizvedenih industrijskih proizvodov in storitev. Če zanemarimo metodološke spremembe med letoma 2004 in 2005, se je prodaja proizvedenih industrijskih proizvodov in storitev v letu 2005 povečala za dobrih 10%; če pa upoštevamo metodološke razlike, je bila dejanska rast 6-odstotna. Več kot 66% industrijskih proizvodov in storitev je bilo prodanih na tujih trgih. V predelovalnih dejavnostih so največji delež (dobrih 15%) prodaje industrijskih proizvodov in storitev dosegli proizvajalci kovin in kovinskih izdelkov.

Do konca letošnjega in prihodnje leto naj bi se inflacija gibala na doseženem nivoju okrog 3%. Malce višja napoved je posledica povišanja cen nafte ter hrane, za leto 2007 pa še predvideno povišanje različnih trošarin, povezano tudi s spremembami davčne zakonodaje. V letu 2007 se pričakuje znižanje inflacije na okrog 2,7%. Napoved temelji na pričakovanem manjšem inflacijskem vplivu zunanjih dejavnikov in na nevtralnem prispevku ukrepov fiskalne politike k rasti cen.

### 3.1.2. Makroekonomska napoved v prihodnje

Za leto 2006 je napovedana gospodarska rast v višini 4,7%, realna rast bruto investicij v osnovna sredstva 8,6%, realna rast zasebne potrošnje 3,3%, realna rast izvoza pa 9,9%. V letu 2007 naj bi se gospodarska rast upočasnila na 4,3%, zmanjšala naj bi se tudi realna rast izvoza, na 8,3%. Višja naj bi bila rast domače potrošnje, in sicer 3,6%. V letu 2008 naj bi znašala realna rast BDP 4,2%, realna rast izvoza 8,5% ter rast zasebne potrošnje 3,6%.

Omeniti velja še, da se bo v obdobju od 2006 do 2008 skladno s predvidenimi gospodarskimi gibanji, rast zaposlenosti ohranjala na okoli 0,9%. Znižala naj bi se stopnja anketne brezposelnosti, ki naj bi vsa tri leta znašala okoli 6,4%.

Podrobnejši pregled glavnih makroekonomskih kazalnikov je predstavljen v spodaj podani Tabeli 1.

Tabela 1: Pregled glavnih makroekonomskih kazalnikov

	2004	2005	2006 (ocena)	2007 (napoved)	2008 (napoved)
<b>Slovenija</b>					
BDP – rast v %	4,4	4,0	4,7	4,3	4,2
Inflacija v %	3,2	2,3	3,0	2,7	2,2
Tečaj USD/SIT	192,4	192,7	191,9	n.p.	n.p.
Tečaj EURO/SIT	238,9	239,6	239,6	n.p.	n.p.
ILO brezposelnost v %	6,3	6,5	6,4	6,4	6,4
Registrirana brezposelnost v %	10,3	10,2	9,8	9,5	9,1
Bruto plača na zaposlenega – rast v %	2,0	2,2	2,2	2,5	3,0
Investicije v osnovna sredstva – rast v %	7,9	1,5	8,6	5,5	4,5
Zasebna potrošnja – rast v %	2,6	3,4	3,3	3,6	3,6
Državna potrošnja – rast v %	3,4	2,2	2,8	2,5	2,8
<b>Svet</b>					
Svetovna gospodarska rast	5,3	4,9	5,1	4,9	n.p.
Gospodarska rast »Evro območje«	2,0	1,4	2,5	1,8	1,9
Gospodarska rast Nemčije	1,6	0,9	2,2	1,1	1,5
Cena nafte za sod v USD	38,2	54,4	69	73	73
6 – mesečni LIBOR na Evro depozite	2,1	2,2	3,1	3,7	n.p.

Vir: Jesenska napoved gospodarskih gibanj, 2006, str. 17.

### **3.1.3. Konkurenčna podjetja**

Konkurenca Podjetja je globalno razpršena, saj podjetje večino svojih izdelkov izvaža. V Sloveniji podjetje nima konkurenčno velikega proizvajalca tovrstnih izdelkov, v Evropi pa je nekaj takih proizvajalcev. Povečini imajo letni promet do 15 mio EUR in do 6 prebijalnih strojev. Največji konkurenti so Metrel in Ha-Be GmbH. Metrel sicer proizvaja končne industrijske izdelke, a del mehanskih kovinskih izdelkov proda na trgu.

Podjetje ima pred konkurenti iz drugih držav prednost zaradi nižjih stroškov dela, po opremljenosti pa nekoliko zaostaja za njimi. Prodajne strategije in taktike konkurentov so podobne kot pri obravnavanem podjetju, saj prav tako do večjih kupcev pristopajo neposredno. Stopnja konkurence na trgu je velika, zato se morajo podjetja zelo hitro odzivati na potrebe odjemalcev in prilagajati tako obseg kot tudi strukturo proizvodov.

## **3.2. Opis in kratka zgodovina Podjetja**

### **3.2.1. Kratek opis podjetja**

Podjetje se ukvarja s proizvodnjo kovinskih mehanskih delov za izdelke industrijske elektronike in nima svojih lastnih končnih izdelkov. Posebnost panoge je velika vezanost na velike odjemalce – proizvajalce elektronskih izdelkov. Panoga je kapitalsko intenzivna, saj je oprema za proizvodnjo zelo draga. Osnovna surovina za izdelke je kakovostna hladna valjana pločevina, ki se na prebijalnih strojih z ustreznimi programi prebije v iztegnjeno obliko izdelka. Nato se s krivilnimi stroji zakrivi v željeno obliko. Po potrebi se odtisnejo še navojne komponente. Med temi ključnimi operacijami potekajo tudi pomožne operacije, kot so razigljevanje, ravnanje in razmaščevanje.

Uporabljajo tudi tehnologijo »štancanja« z orodji, ki dajejo z enim udarcem že končno obliko izdelka. Za to tehnologijo ima Podjetje tudi svojo orodjarno, ki izdeluje in vzdržuje orodja.

Podjetje spada v dejavnost DJ. 28.750 - proizvodnja drugih kovinskih izdelkov, v kateri je po podatkih ibona registriranih 539 podjetij.

Na domačem trgu nima konkurence in tudi ne večjih odjemalcev, zato je izrazito izvozno usmerjeno. Trendi v panogi so pridobivanje čim več velikih odjemalcev, ekološka ustreznost proizvodnje, dobra tehnična opremljenost proizvodnje, logistična podpora in zanesljivost dobavnih rokov.

Njihove proizvodne kapacitete se nahajajo na Gorenjskem. Razlog za izbor lokacije je bila zadostna velikost proizvodnih hal in bližina večine kupcev, ki prihajajo iz Nemčije, Avstrije in Švice. Zaradi širitve proizvodnih kapacitet je predvidena investicija v novo stavbo na novi lokaciji.

### **3.2.2. Kratka zgodovina in lastniška struktura podjetja**

Podjetje je bilo ustanovljeno v letu 1998. Do leta 2000 je rasla tako zaposlenost kot prodaja podjetja, nato pa so se zaradi miniaturizacije elektronskih izdelkov pojavile presežne kapacitete. Po uspešnem prestrukturiranju podjetja je trend pri obsegu prodaje in zaposlovanja ponovno rastoč.

Najpomembnejšo prelomnico tako predstavlja prav uspešno prestrukturiranje podjetja, ki je ob visoki motivaciji zaposlenih in uprave privedla do ponovnega razvoja in krepitve podjetja. Podjetje od ustanovitve dalje vodi sedanji direktor. Od leta 2002 podjetje ponovno beleži rast prodaje in zaposlenih.

Ustanovljeno je bilo z minimalnim kapitalom 1.500.000 SIT. Na začetku je bila 100% lastnik družba, ki je bila v lasti zaposlenih. V letu 2000 se je omenjena družba reorganizirala in hkrati uspešno dokapitalizirala Podjetje na kapital 75 mio SIT.

Obenem je v družbo vstopil nov partner z dodatnim kapitalom 78 mio SIT, tako da je pridobil večinski delež v višini 51%. Posledično so tudi zaposleni zamenjali delnice prvotne družbe za 49% v obravnavanem podjetju. Z leta 2002 se je lastniška struktura ponovno spremenila, saj je dotedanji 51% lastnik prodal svoj delež Tuji družbi Ltd. Leta 2003 in 2005 je Tuja družba Ltd odkupila še nekaj deležev in tako pridobila sedanji delež v višini 65%.

Podjetje ima večinskega lastnika s 65 odstotnim deležem, 35 odstotkov pa je razpršenih med zaposlenimi.

### **3.2.3. Tržna pozicija**

Glavni kupci Podjetja so veliki evropski proizvajalci industrijskih elektronskih izdelkov. Trije največji odjemalci, s katerimi dosegajo letno prodajo preko 1 mio EUR so Siemens, Loewe Opta in Ha-Be. V rangu od 100 do 500 tisoč EUR letno ima še približno 10 kupcev ter veliko skupino manjših odjemalcev.

Je izrazito izvozno usmerjeno, saj izvoz predstavlja preko 90% celotne prodaje. Velika večina kupcev prihaja iz nemško govorečih držav, saj jim nudijo kakovost, ki je primerljiva z najboljšimi ponudniki na trgu. Logistiko imajo organizirano po sistemu DDU (do kupčevega skladišča), zaposleni pa so usposobljeni za komunikacijo v kupčevem jeziku. Poleg najsodobnejše tehnologije je prednost Podjetja tudi ta, da je še vedno bolj fleksibilno pri rokih dobave v primerjavi z nemškimi konkurenti.

### **3.2.4. Zaposleni**

V Podjetju prevladuje srednja stopnja izobrazbe, univerzitetno izobrazbo pa ima samo direktor. V letu 2005 je bilo v Podjetju zaposlenih 17 delavcev. Nižjo poklicno izobrazbo (do 2 let) sta imela 2 zaposlena, prav tako nižjo poklicno (do 3 let). Po 5 zaposlenih je imelo srednjo poklicno in srednjo strokovno izobrazbo, 2 zaposlena pa sta imela višjo strokovno izobrazbo.

### **3.2.5. Poslovodstvo**

Podjetje že od ustanovitve dalje vodi direktor, ki ima tridesetletne izkušnje v tovrstni dejavnosti. Od leta 1977 je delal kot razvojni inženir in vodja razvojnega oddelka v Iskri Avtomatika, med leti 1990 in 1993 je bil tehnični direktor novo ustanovljenega podjetja, v katerem je tudi vzpostavil celotno razvojno in proizvodno okolje s približno dvajset zaposlenimi. Delo je nadeljeval v Iskri Telematiki Kranj, leta 1998 pa je skupaj s sodelavci ustanovil Podjetje, ki je predmet vrednotenja.

Dolgoletne izkušnje in uveljavljenost podjetja pri svetovno znanih multinacionalkah so pokazatelj, da je direktor dobro usposobljen, in primeren za vodenje dejavnosti podjetja. Podjetje nima nadzornih organov in ima industrijsko organizacijo poslovanja, kar potrjuje pridobljen Certifikat ISO 9001.

### **3.2.6. Poslanstvo in strategija podjetja**

Svojo dolgoletno tradicijo industrijske izdelave mehanskih delov in sestavov, povezujejo s sodobno evropsko prakso pri priskrbi tovrstnih delov. Visoko usposobljeni in motivirani zaposleni ter sodobna oprema so jih v zadnjem desetletju pripeljali do položaja uglednega proizvajalca mehanskih delov in sestavov za potrebe številnih evropskih podjetij, pretežno v industriji telekomunikacijskih, krmilnih, računalniških, medicinskih in drugih elektronskih in elektrotehničnih naprav.

Njihovi cilji so preprosti; brezkompromisno izpolnjevanje zahtev kupcev, tako na področju kakovosti, zanesljivosti dobavnih rokov in logistične podpore. Njihova ponudba obsega naj sodobnejše CNC prebijanje in krivljenje, lasersko razrezovanje, kot tudi klasično »štancanje«, varjenje in druga mehanska dela ter pripadajočo površinsko obdelavo. Poleg tehnične kompetentnosti, zagotavljajo tudi prijazne in h kupcu usmerjene komunikacije v vseh vodilnih evropskih jezikih.

## **3.3. Finančna analiza**

V sklopu tega dela poročila sem analiziral finančno poslovanje Podjetja v obdobju od 31.12.2003 do 31.12.2005. Računovodski izkazi za opazovano obdobje niso bili revidirani.



### **3.3.1. Bilance stanja**

#### **Priloga 1**

Bilance stanja so v celoti prikazane v Prilogi 1.

#### **Stalna sredstva**

Stalna sredstva Podjetja so se v proučevanem obdobju povečevala, in sicer so se vsako leto skoraj podvojila. Tako so 31.12.2003 znašala 83.372 tisoč SIT (35,2% sredstev), 31.12.2004 180.729 tisoč SIT (50,8% sredstev) in 31.12.2005 360.562 tisoč SIT (52% sredstev). Pretežni del opredmetenih osnovnih sredstev predstavlja oprema, ki se je v proučevanem obdobju povečevala tako v absolutnem znesku kot v razmerju do vseh sredstev.

#### **Neopredmetena dolgoročna sredstva**

Podjetje v opazovanem obdobju ni izkazovalo pomembnejših neopredmetenih dolgoročnih sredstev. Najvišje so bile ob koncu leta 2003, ko so znašale 3.758 tisoč SIT ali 1,6 % sredstev.

#### **Opredmetena osnovna sredstva**

V letih 2003 in 2004 je imelo Podjetje med opredmetenimi osnovnimi sredstvi samo opremo, v letu 2005 pa so razširili svoje proizvodne zmogljivosti z montažnim objektom. Na dan 31.12.2005 je Podjetje izkazovalo nepremičnine v višini 9.545 tisoč SIT. Ob koncu leta 2003 je vrednost opreme znašala 79.615 tisoč SIT (33,7% sredstev), ob koncu leta 2004 177.500 tisoč SIT (49,9% sredstev) ter konec leta 2005 358.449 tisoč SIT (51,7% sredstev).

#### **Gibljava sredstva:**

Delež gibljivih sredstev v skupnih sredstvih se je v opazovanem obdobju zmanjševal. Ob koncu leta 2003 je imelo Podjetje 64,8% delež gibljivih sredstev v sredstvih, konec leta 2004 49,2% ter konec leta 2005 48%. V absolutnih zneskih so gibljava sredstva v opazovanem obdobju znašala 153.211 tisoč SIT, 174.721 tisoč SIT in 332.562 tisoč SIT.

#### **- zaloge**

Podjetje je med zalogami kot največjo postavko izkazovalo surovine in material ter dokončane in nedokončane proizvode. V razmerju do vseh sredstev so se zaloge med leti 2003 do 2005 znižale iz 19,2% sredstev konec leta 2003, na 16,4% sredstev konec leta 2005. V absolutnem znesku pa so se povečale iz 45.360 tisoč SIT 31.12.2003 na 113.624 tisoč SIT 31.12.2005.

#### **- kratkoročne poslovne terjatve**

Podjetje je v opazovanem obdobju povečevalo kratkoročne poslovne terjatve. Konec leta 2003 je izkazovalo 57.766 tisoč SIT ali 24,4% sredstev, konec leta 2004 84.379 tisoč SIT ali 23,7% sredstev in konec leta 2005 173.852 tisoč SIT ali 25,1%.

#### **- kratkoročne finančne naložbe**

Kratkoročne finančne naložbe predstavljajo kratkoročno dana posojila in so se v proučevanem zniževale. Na dan 31.10.2005 je Podjetje izkazovalo kratkoročne finančne naložbe v višini 510 tisoč SIT ali 0,1% sredstev.

#### **- denar in sredstva na banki**

Denar in sredstva na banki so se v opazovanem obdobju povečala iz 7.859 tisoč SIT (3,3% sredstev) konec leta 2003 na 43.617 tisoč SIT (6,3% sredstev) konec leta 2005.

#### **- aktivne časovne razmejitve**

Kratkoročno odloženi stroški oz. odhodki so v proučevanem obdobju znašali le 0,1% sredstev in so konec leta 2005 znašali 958 tisoč SIT.

#### **Kratkoročne obveznosti**

Med kratkoročnimi obveznostmi so najpomembnejše kratkoročne obveznosti iz poslovanja, ki so se v opazovanem obdobju v splošnem povečevale. Konec leta 2003 je Podjetje izkazovalo kratkoročne obveznosti iz poslovanja v višini 66.009 tisoč SIT od tega 1.252 tisoč SIT iz financiranja in 64.757 tisoč SIT iz poslovanja, konec leta 2004 101.779 tisoč SIT od tega 16.212 tisoč SIT iz financiranja in 85.567 tisoč SIT iz poslovanja in v letu 2005 276.022 tisoč SIT od tega 47.913 tisoč SIT iz financiranja in 228.109 tisoč SIT iz poslovanja.

#### **Dolgoročne obveznosti**

Podjetje je ob koncu leta 2004 in 2005 izkazovalo zgolj dolgoročne obveznosti iz financiranja, ki so se nanašale na dolgoročne obveznosti iz finančnega najema leasinga. Tako so na 31.12.2004 dolgoročne finančne obveznosti znašale 47.664 tisoč SIT ali 13,4% sredstev in 31.12.2005 159.268 tisoč SIT ali 23% sredstev.

### **3.3.2. Izkazi poslovnega izida**

#### **Priloga 2**

Izkazi poslovnega izida so v celoti prikazani v Prilogi 2.

#### **Prihodki iz poslovanja**

Kot je razvidno iz spodnje Tabele 2 na str. 23, je bilo Podjetje v proučevanem podjetju deležno strme rasti celotnih prihodkov. Skupaj je Podjetje v letu 2003 ustvarilo 378.443 tisoč SIT prihodkov od prodaje, v letu 2004 524.411 tisoč SIT in v letu 2005 999.074 tisoč SIT. Prihodki od prodaje na tujem trgu so v strukturi vseh prihodkov največja postavka, prav tako pa beležijo tudi največjo rast.

Tabela 2: Prihodki iz poslovanja Podjetja v obdobju od leta 2003 do leta 2005

v '000 SIT	2003	2004	2005
Čisti prihodki od prodaje	378.443	524.411	999.074
<i>Prihodki od prodaje proizvodov in storitev na domačem trgu</i>	32.266	37.749	55.223
<i>Prihodki od prodaje blaga in materiala na domačem trgu</i>	4.052	7.515	6.299
<i>Prihodki od prodaje na tujem trgu</i>	324.703	479.956	918.128
Sprememba vrednosti zalog	17.422	-809	19.424
Drugi prihodki	84.418	7.564	1.798
<b>Prihodek skupaj</b>	<b>462.861</b>	<b>531.975</b>	<b>1.000.872</b>

Vir: Izkaz poslovnega izida Podjetja za leto 2005.

### Odhodki iz poslovanja

V Tabeli 3 so prikazani odhodki iz poslovanja Podjetja v obdobju od leta 2003 do leta 2005.

Tabela 3: Odhodki iz poslovanja Podjetja v obdobju od leta 2003 do leta 2005

v '000 SIT	2003	2004	2005
Stroški poslovanja			
- stroški blaga in materiala	-131.112	-160.611	-360.905
- stroški storitev	-208.519	-232.043	-414.314
- stroški dela	-49.508	-68.810	-106.462
- amortizacija	-30.260	-38.847	-46.800
- drugi stroški/prihodki	-841	-537	-207
	<b>-420.240</b>	<b>-500.848</b>	<b>-928.688</b>

Vir: Izkaz poslovnega izida Podjetja za leto 2005.

Stroški blaga in materiala so se nekoliko povečali v letu 2004, v letu 2005 pa so se več kot podvojili, predvsem zaradi strme rasti cen surovin. V letu 2003 je Podjetje izkazovalo stroške blaga in materiala v razmerju do prihodkov v višini 28,3% (131.112 tisoč SIT), v letu 2004 30,2% (160.611 tisoč SIT) in v letu 2005 36,1% (360.905 tisoč SIT).

Pretežni del stroškov storitev predstavljajo stroški kooperantov. V letu 2003 so stroški storitev znašali 208.519 tisoč SIT, v letu 2004 232.043 tisoč SIT in v letu 2005 414.314 tisoč SIT. V razmerju do prihodkov so predstavljali stroški storitev v letu 2003 45,1% prihodkov, v letu 2004 se je razmerje znižalo na 43,6% prihodkov in v letu 2005 na 41,4% prihodkov.

Amortizacija se je skozi proučevano obdobje povečevala, saj Podjetje veliko investira v modernizacijo opreme, poleg tega pa ga povečano povpraševanje sili v razširitev proizvodnih zmogljivosti. Amortizacija je tako leta 2003 znašala 30.260 tisoč SIT, leta 2004 38.847 tisoč SIT in leta 2005 46.800 tisoč SIT.

Podjetje je pri amortizaciji uporabljalo najvišje zakonske amortizacijske stopnje, ki so prikazane spodaj:

- Zgradba 5,0%
- Tovorna vozila 20,0%
- Osebna vozila 12,5%
- Pisarniško pohištvo 12,5%
- Računalniška oprema 25,0%
- Druga oprema 12,0%
- Računalniški programi 25,0%

### **Dobiček iz poslovanja**

Podjetje je leto 2003 zaključilo z dobičkom iz poslovanja v višini 42.621 tisoč SIT, leta 2004 v višini 35.148 tisoč SIT in leta 2005 v višini 55.188 tisoč SIT. EBIT marža je tako v letu 2003 znašala 9,21%, v letu 2004 se je znižala na 5,85% in v letu 2005 povišala na 7,2%.

### **Dobiček oziroma izguba iz financiranja**

Iz financiranja je Podjetje v letu 2003 in 2004 ustvarilo pozitiven rezultat. V letu 2003 je presežek prihodkov iz financiranja nad odhodki iz financiranja znašal 4.636 tisoč SIT, v letu 2004 pa 4.021 tisoč SIT. V letu 2005 se je Podjetje dodatno zadolžilo in zato imelo negativen rezultat iz financiranja v višini 16.996 tisoč SIT.

### **Čisti dobiček**

Izredni dogodki niso imeli pomembnejšega vpliva na rezultat. Podjetje je tako leto 2003 zaključilo z dobičkom v višini 48.102 tisoč SIT (10,4% prihodkov), leto 2004 z dobičkom v višini 35.148 tisoč SIT (6,6% prihodkov) in leto 2005 z dobičkom v višini 55.188 tisoč SIT ali 5,5% prihodkov.

### **3.3.3. Obratni kapital**

#### **Priloga 3**

Če obratni kapital definiramo kot razliko med gibljivimi sredstvi, povečanimi za aktivne časovne razmejitev, in kratkoročnimi obveznostmi, povečanimi za pasivne časovne razmejitev, ugotovimo, da je Podjetje v obravnavanem obdobju poslovalo s pozitivnim obratnim kapitalom.

Za ugotavljanje potrebnega obsega obratnega kapitala pri napovedi čistega denarnega toka je smiselno iz obratnega kapitala izločiti **finančni del** (to je denarna sredstva, kratkoročne finančne naložbe in kratkoročne finančne obveznosti), saj te komponente bilance stanja v večini primerov nimajo narave operativnih sredstev/obveznosti, ampak lahko predstavljajo bodisi višek likvidnih sredstev ali poslovno nepotrebna sredstva. Razen tega jih zaradi njihovega značaja (likvidni denar) ne kaže uvrščati v napoved denarnega toka, ko že imamo njihovo vrednost na dan ocenjevanja vrednosti.

Za ugotavljanje napovedi čistega denarnega toka Podjetja sem prilagojen obratni kapital primerjal z obsegom prodaje (obratni kapital/čisti prihodki iz prodaje), da bi dobil primeren kazalec za ugotavljanje potrebnega obsega obratnega kapitala.

Kot je razvidno iz Priloge 3, je Podjetje v obdobju od leta 2003 do leta 2005 poslovalo s pozitivnim obratnim kapitalom. Pri napovedi obratnega kapitala sem zato upošteval obdobje od leta 2003 do leta 2005, saj ocenjujem, da je Podjetje v tem obdobju poslovalo z ustreznim obratnim kapitalom. Na podlagi analize poslovanja Podjetja tako ocenjujem, da je najustreznejša stopnja, ki ustreza medletni ravni obratnega kapitala, 9,5% za celotno napovedno obdobje.

### 3.3.4. Računovodski kazalci

#### Priloga 4

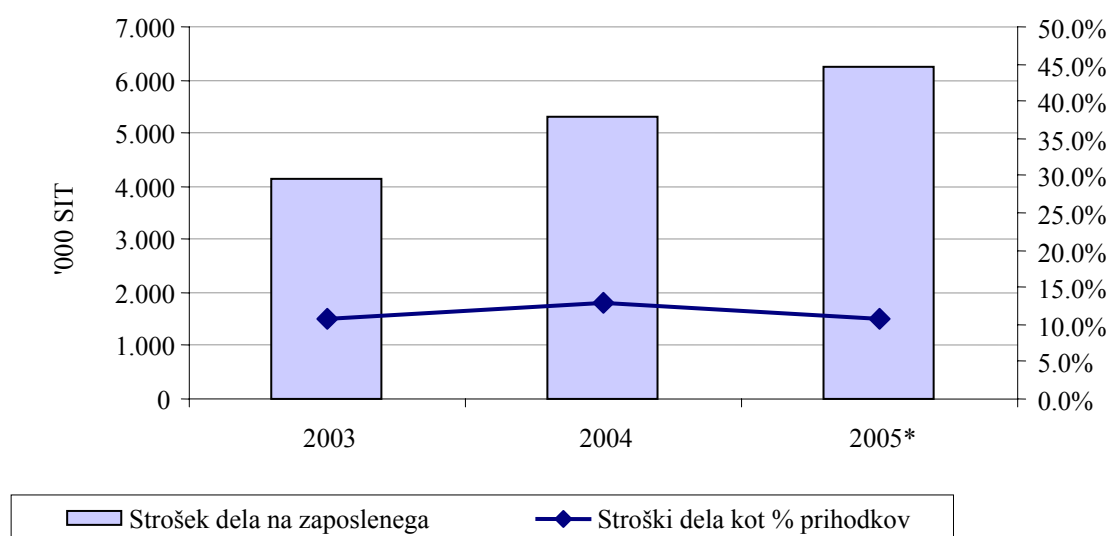
Izračun računovodskih kazalcev je prikazan v Prilogi 4.

#### Produktivnost dela

Strošek dela na zaposlenega se je v letih od 2003 do 2005 povečal iz 4.126 tisoč SIT na 6.262 tisoč SIT. Produktivnost dela, merjena kot delež stroškov dela v prihodkih, se je v opazovanem obdobju izboljšala. V letu 2003 je strošek dela v razmerju do prihodkov znašal 10,7%, v letu 2004 12,9% ter v letu 2005 10,6%.

Slika 1 prikazuje gibanje stroškov dela na zaposlenega v Podjetju, v obdobju od leta 2003 do leta 2005.

Slika 1: Gibanje stroškov dela na zaposlenega in kot odstotek prihodkov med leti 2003 in 2005



Vir: Lastni izračuni.

## **Likvidnost**

Hitri kazalnik se je v opazovanem obdobju zniževal. Leta 2003 je znašal 1,5, leta 2004 1,0 in leta 2005 0,8.

Zaloge Podjetja so imele bistven vpliv na gibanje tekočega kazalca. Le-ta je leta 2003 znašal 2,2 in se je nato, podobno kot hitri kazalnik, v opazovanem obdobju zniževal. V letu 2004 je znašal 1,6 in v letu 2005 1,2.

Nižji hitri in tekoči kazalnik v letu 2005 sta predvsem posledica višjih kratkoročnih obveznosti iz poslovanja.

Razmerje denarja in sredstev se je skozi proučevano obdobje zviševalo. V letu 2003 je znašalo 3,3%, leta 2004 5,2% in v letu 2005 6,3. Na najvišjem nivoju je bilo leta 2003, ko je Podjetje izkazovalo 0,4% denarja med sredstvi.

## **Zadolženost**

Kazalec obrestnega pokritja je v opazovanih letih pozitiven. V letu 2003 je znašal 3,2 v letu 2004 5,2 in v letu 2005 3,9.

Koeficient zadolženosti se je v opazovanem obdobju zviševal z 29,7% v letu 2003 na 63% v letu 2005. Temu ustrezno se je gibal tudi delež kapitala v sredstvih, ki se je zmanjševal.

Kazalec finančnega vzvoda se je v opazovanem obdobju bistveno zvišal, in sicer iz 0,7% v letu 2003 na 44,7% v letu 2005. Do zvišanja je prišlo predvsem zaradi zvišanja dolgoročnih in kratkoročnih finančnih obveznosti, saj se je Podjetje dodatno zadolžilo.

## **Učinkovitost izrabe sredstev**

Kazalnik dnevi vezave terjatev se je v opazovanem obdobju zvišal, v letu 2003 je Podjetje v povprečju potrebovalo 46 dni za izterjavo terjatev, leta 2004 58 dni in leta 2005 53 dni. Podjetje je v opazovanem obdobju poravnavalo svoje obveznosti počasneje, kot je izterjevalo terjatve, kar je Podjetju omogočilo poslovanje z nižjim obratnim kapitalom. Dnevi vezave obveznosti so v letu 2003 znašali 70 dni, v letu 2004 80 ter v letu 2005 90 dni.

Dnevi vezave zalog so v opazovanem obdobju nihali. Podjetje je v letu 2003 obračalo zaloge v povprečju 44 dni, v letu 2004 so dnevi vezave zalog znašali 47 dni, v letu 2005 pa 35.

Koeficienta obračanja stalnih sredstev in vseh sredstev sta skozi proučevano obdobje nihala. Koeficient obračanja stalnih sredstev se je v letu 2004 znižal s 4,5 na 2,9 v letu 2005 pa povečal na 3,3. Koeficient obračanja vseh sredstev pa se je v celotnem opazovanem obdobju znižal z 2,0 v letu 2003 na 1,7 v letu 2005.

## **Donosnost**

Kot je bilo podrobneje analizirano pri analizi izkazov uspeha, se je dobičkonosnost Podjetja, izražena relativno, v opazovanem obdobju najprej znižala, v letu 2005 pa spet nekoliko povišala. V letu 2003 je znašala 28,9%, v letu 2004 17,4% ter v letu 2005 21,5%.

Dobiček iz poslovanja ali EBIT (earnings before interest and tax), izražen kot delež čistih prihodkov od prodaje, se je v letu 2004 znižal z 9,21% na 5,85% in nato v letu 2005 nekoliko zvišal na 7,2%.

EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization), izražen kot delež čistih prihodkov je v letu 2003 znašal 15,75%, v letu 2004 13,15% in v letu 2005 11,9%.

## **4. VREDNOTENJE PROIZVODNEGA PODJETJA PO METODI DCF**

### **4.1. Napoved čistega denarnega toka in preostale vrednosti**

Napoved čistega denarnega toka za obdobje od leta 2006 do leta 2011 temelji na podatkih, ki mi jih je posredovalo vodstvo Podjetja ter na podlagi finančne analize in analize trga. Napoved prihodkov in stroškov je v celoti predstavljena v Prilogi 5.

#### **4.1.1. Napoved prihodkov**

#### **Priloga 5**

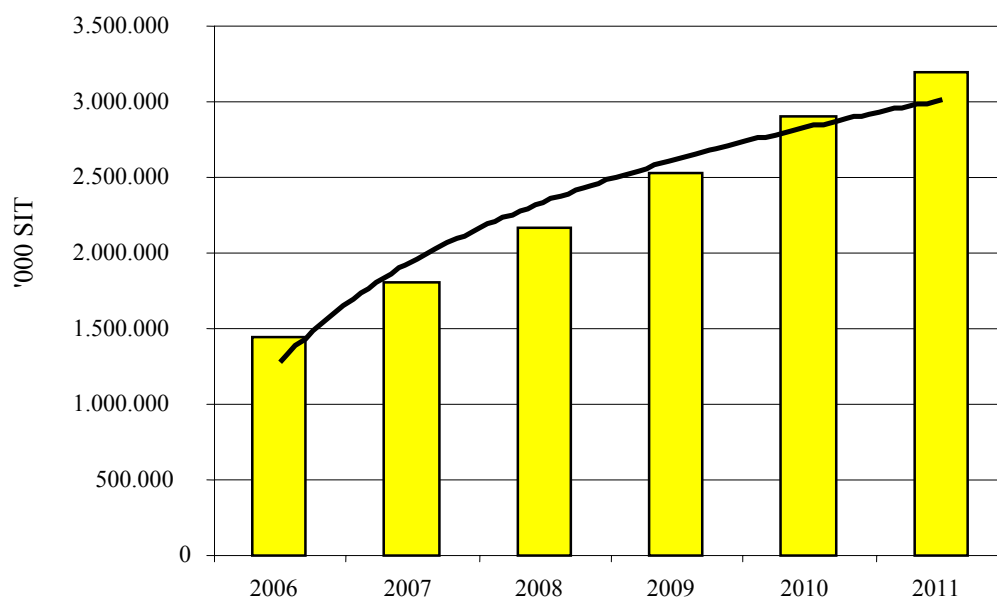
Pri napovedi prihodkov, kot je razvidno tudi v Prilogi 5, sem izključil prihodke iz naslova sprememb vrednosti zalog in usredstvenih lastnih proizvodov. Največjo pozornost sem posvetil napovedi prihodkom od prodaje na tujem trgu, saj le ti v strukturi vseh prihodkov predstavljajo skoraj 94% delež.

Prihodki so napovedani na nominalni osnovi na naslednji način:

- v poslovnem letu 2006 vodstvo Podjetja napoveduje okrog 44% rast prihodkov od prodaje, v poslovnem letu 2007 25%, leta 2008 20%, leta 2009 16,6%, leta 2010 15% in leta 2011 10%. Po tem obdobju se bo rast prihodkov približevala realno nični rasti oziroma 2,5%.
- prihodki od prodaje bodo tako znašali okrog 1.443 milijonov SIT v poslovnem letu 2006, in se bodo do konca poslovnega leta 2011 povečali na približno 3.190 milijonov SIT.

Slika 2 na str. 28 prikazuje napoved prihodkov za obdobje od leta 2006 do leta 2011.

Slika 2: Napoved prihodkov Podjetja za obdobje od leta 2006 do leta 2011



Vir: Lastni izračuni.

#### 4.1.2. Napoved stroškov

V splošnem ocenjujem, da Podjetje lahko izboljša učinkovitost upravljanja sredstev, poveča produktivnost dela in zmanjša stroške surovin in materiala. Zato sem v splošnem v napovednem obdobju napovedal povečevanje profitne (EBIT) marže na okvirno 8%.

##### **Stroški surovin in materiala**

Ocenjujem, da se bodo stroški surovin in materiala v splošnem nekoliko povišali, in sicer predvsem zaradi strme rasti cen surovin in materiala. Bo pa podjetje predvsem zaradi večjega obsega nabave in optimizacije stroškov surovin nekoliko ublažilo strmo rast cen. Napovedal sem stroške surovin in materiala v višini 38% celotnih prihodkov.

##### **Stroški storitev**

Stroški storitev v pretežni meri predstavljajo stroške kooperantov. Ocenjujem, da se bodo ti stroški povečevali skladno z večanjem obsega prodaje, in se bodo gibali okoli 43% vseh prihodkov.

##### **Stroški dela**

Pri stroških dela sem upošteval, da bo število zaposlenih naraslo iz 21 v letu 2006 na 29 v letu 2007. Podjetje ocenjuje, da bo s takim številom zaposlenih lahko ustvarilo ocenjene prihodke. V razmerju do prihodkov se bo tako strošek dela postopoma zniževal z 8% prihodkov v poslovnem letu 2006 na 6% ob koncu napovednega obdobja.



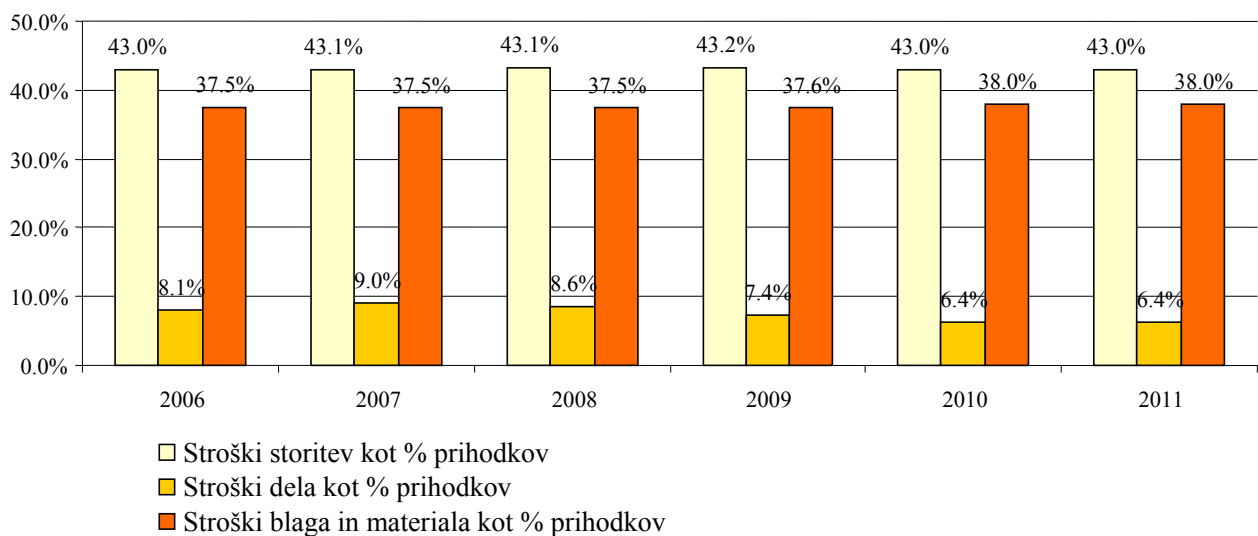
## Amortizacija

Pri izračunu amortizacije, ki sem jo ocenil skupaj z vodstvom Podjetja, smo upoštevali tako amortizacijo obstoječih sredstev kot novih investicij. Podjetje bo v letu 2006 nabavilo nov stroj in nato vsako drugo leto nadaljevalo investicije z novimi stroji. V razmerju do prihodkov se bo strošek amortizacije nekoliko znižal in sicer iz 5% v letu 2006 na 4% do konca napovedanega obdobja.

## Drugi stroški

Drugi stroški so konec leta 2005 znašali 0,02% prihodkov, kar sem upošteval tudi v preostalem napovednem obdobju. Napoved stroškov Podjetja za obdobje od leta 2006 do leta 2011 je prikazana v Sliki 3 spodaj.

Slika 3: Napoved stroškov Podjetja za obdobje od leta 2006 do leta 2011



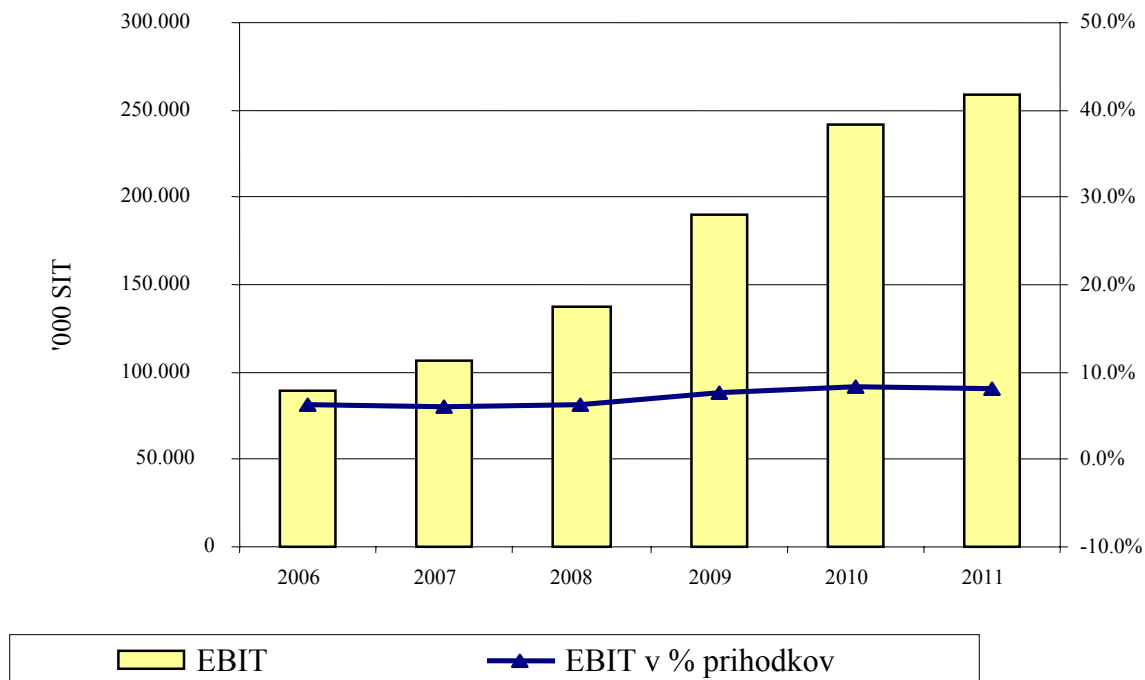
Vir: Lastni izračuni.

### 4.1.3. Napoved prilagojenega dobička iz poslovanja

Upoštevajoč zgoraj navedena izhodišča glede napovedi prihodkov in odhodkov iz poslovanja je napoved dobička iz poslovanja prikazana v Prilogi 5.

Prilagojeni dobiček iz poslovanja sem ocenil tako, da sem upošteval efektivno davčno stopnjo 25%. V Sliki 4 na str. 30 je prikazana napoved EBIT ter EBIT marže za obdobje od leta 2006 do leta 2011.

Slika 4: Napoved EBIT ter EBIT marže Podjetja za obdobje od leta 2006 do 2011



Vir: Lastni izračuni.

Kot je razvidno iz zgornje Slike 4, ocenjujem, da se bo EBIT marža v napovednem obdobju izboljšala, in se ob koncu napovedanega obdobja ustalila nekaj nad 8%.

#### 4.1.4. Napoved naložb

Napovedane so predvsem naložbe v opremo, ki se zaradi svoje narave v delovnih procesih obrablja. V letu 2005 je Podjetje kupilo nov stroj, v letu 2006 pa načrtuje nakup še enega stroja. Nato pa bo podjetje kupovalo stroje vsako drugo leto. Poslovni prostori Podjetja zadostujejo za uresničitev načrtovane rasti Podjetja.

#### 4.1.5. Napoved obratnega kapitala

Glede na ugotovitve iz finančne analize sem pri napovedi naložb v obratni kapital predpostavil, da bo delež korigiranega (gibljiva sredstva brez denarnih sredstev in kratkoročnih finančnih naložb, zmanjšana za kratkoročne obveznosti iz poslovanja) obratnega kapitala v prodaji znašal 9,5% v celotnem napovednem obdobju. Celoten izračun je predstavljen v Prilogi 3.

#### 4.1.6. Napoved čistega denarnega toka

### Priloga 6

Na podlagi zgoraj navedenih analiz, sklepov in predpostavk poslovanja ter investiranja sem v Prilogi 6 izdelal napoved čistega denarnega toka, ki je razpoložljiv za delitev lastnikom in

dolžniškimi investitorjem. Prilagojeni dobiček iz poslovanja sem povečal za amortizacijo in zmanjšal za potrebe investiranja v obratni kapital ter v osnovna sredstva.

#### 4.1.7. Napoved preostale vrednosti

Preostala vrednost podjetja je izračunana po zgoraj opisanem postopku, nato pa še diskontirana na sedanjo vrednost in znaša 846 mio SIT. Napoved je predstavljena v Prilogi 6.

## 4.2. Ocena diskontne mere

### Priloga 7

Netvegana mera donosa običajno temelji na kratkoročnih (30 dni), srednjeročnih (5 let) ali dolgoročnih (10 do 30 let) donosih do dospelja ameriških državnih obveznic. Običajno se uporabijo dolgoročni papirji, ker se skladajo z dolgoročnim značajem investicij v lastniški kapital, in ker so podvrženi manjšim nihanjem kot kratkoročni vrednostni papirji. Zato sem izbral ameriško 20-letno državno obveznico, katere nominalni donos do dospelja na dan 31.12.2005 je znašal 4,61%. Tako ocenjujem nominalno netvegano mero donosa na dan 31.12.2005 v višini 4,61% (glej Prilogo 7).

Za koeficient beta brez zadolženosti sem vzel mediano bet po podatkih Damodaran Online, veljavnih na dan 31.12.2005, in primerljivih podjetij. Izračunana beta znaša 0,85. Izbrano beto brez zadolženosti sem prilagodil za stopnjo zadolženosti, tako da sem upošteval sestavo celotnega kapitala, upoštevajoč tržne vrednosti njegovih sestavin na dan 31.12.2005, z uporabo naslednje formule (Damodaran, 2002, str. 263):

$$\beta_l = \beta_u [1 + (1 - t)(W_d / W_e)]$$

kjer je:

- $\beta_l$  = beta, ki jo iščemo za naš namen
- $\beta_u$  = beta brez zadolženosti (unlevered) za izbrana podjetja
- $t$  = efektivna davčna stopnja, ki je v našem primeru 25%
- $W_d$  = odstotek dolga v sestavi celotnega kapitala ocenjevanega podjetja, upoštevajoč obstoječo sestavo kapitala, kot izhaja iz tržnih elementov, to je 57,5%
- $W_e$  = odstotek lastniškega kapitala v sestavi celotnega kapitala ocenjevanega podjetja, upoštevajoč obstoječo sestavo kapitala kot izhaja celotnega kapitala, iz tržnih elementov, to je 42,5%. dobimo beto za Podjetje v višini 1,72

#### 4.2.1. Pribitek za kapitalno tveganje

Najbolj pogost način določanja pribitka za kapitalno tveganje je na osnovi zgodovinskih podatkov. Pribitki po CAPM modelu se izračunajo na zgodovinskih podatkih o razlikah med povprečnim donosom delnic S&P 500 in povprečnim donosom netveganih vrednostnih

papirjev. Najbolj natančne in za najdaljše obdobje izračunane podatke o pribitkih za kapitalsko tveganje najdemo v publikaciji Ibbotson Associates (2005, str. 28, 66).

Če upoštevamo dolgoročno (obdobje 1926-2003), aritmetično poprečje donosov delnic nominalno v višini 12,41% in aritmetično poprečje donosov dolgoročnih državnih obveznic nominalno v višini 5,23%, dobimo pribitek za kapitalsko tveganje v višini **7,19%** (Ibbotson Associates: Stocks, Bonds, Bills and Inflation, Valuation Edition, 2004 Yearbook, strani 28 in 66).

#### 4.2.2. Izračun temeljne diskontne mere na osnovi CAPM

Podatke, ki smo jih opredelili v prejšnjih korakih, vnesemo v obrazec CAPM in dobimo temeljno diskontno mero v višini:

$$k_s = 4,61\% + 1,72 * 7,19\% = \mathbf{16,98\%}$$

#### 4.2.3. Prilagoditev temeljne diskontne mere za deželne specifične dejavnike

Na ameriških podatkih temelječa diskontna mera zahteva prilagoditve s specifičnimi dejavniki, ki veljajo za Slovenijo (deželno tveganje). Za določitev deželnega tveganja sem uporabili Institutional Investor (Country Credit Ratings, 2005).

Ratingi deželnega tveganja po Institutional Investor temeljijo na informacijah, ki jih zagotavljajo ekonomski znanstveniki in analitiki tveganja vodilnih globalnih bank in finančni managerji finančnih ustanov, ki se ukvarjajo z vrednostnimi papirji. Vsako državo ovrednotijo z lestvico od 0 do 100, pri čemer država z ratingom 100 predstavlja tisto z najmanjšo možnostjo neizpolnitve obveznosti. Imena analitikov so zaupna, njihovi odgovori pa se usklajujejo na osnovi posebne formule, ki jo je razvil Institutional Investor, in ki daje večjo težo odgovorom bolj izpostavljenim institucijam s kompleksnejšim sistemom analiziranja držav.

Dodatne odstotne točke k temeljni diskontni meri določimo na osnovi naslednje formule:

$$RP_d = \left( \frac{R_{US}}{R_{SI}} \times RP \right) - RP$$

kjer je:

- RP<sub>d</sub> = dodatne odstotne točke k temeljni diskontni meri zaradi deželnega tveganja
- R<sub>US</sub> = dodatne odstotne točke k temeljni diskontni meri zaradi deželnega tveganja, to je 93,7
- R<sub>SI</sub> = ocena deželnega tveganja za Slovenijo po Institutional Investor, to je 73,5
- RP = pribitek za splošno kapitalsko tveganje na kapitalskem trgu ZDA, to je 7,19%

Z uporabo zgoraj opredeljene formule sem določil pribitek za deželno tveganje v višini **1,98%**.

Na ta način sem tudi določil nominalno zahtevano mero donosa (diskontno mero) lastniškega kapitala, prilagojeno z deželnim tveganjem, v višini **18,96%**.

#### **4.2.4. Dodatni elementi tveganja**

Glede na to, da je Podjetje v primerjavi s tistimi, ki so uvrščena na ameriških borzah, izredno majhno, sem kot dodatne elemente tveganja upošteval tudi pribitek za majhnost kot razliko med donosom delnic majhnih podjetij in donosom, predvidenim s CAPM, ki po Ibbotson Associates znaša **6,34%**. Ocenjujem, da napovedi ne temeljijo na podatkih, zaradi katerih bi bilo smiselno upoštevati dodatne premije za tveganje.

Na ta način sem določil nominalno zahtevano mero donosa (diskontno mero) lastniškega kapitala v višini **25,3%** (glej Prilogo 7).

#### **Strošek dolga**

Pri oceni ustrezne obrestne mere sem upošteval dolgoročno posojilo, ki ga je Podjetje imelo na dan cenitve. Ker je dolžniški kapital vezan na Euribor, sem zaradi upoštevanja nihanja obrestne mere za določitev primerne dolgoročne stroška dolgovanega kapitala, upošteval nekoliko višjo obrestno mero. Izbrana obrestna mera je tako **6,0%** letno.

#### **Razmerje dolg/kapital**

Glede na to, da uporabljamo čisti denarni tok celotnega kapitala, moramo za izračun povprečnega tehtanega stroška kapitala določiti sestavo celotnega kapitala, ocenjevanega podjetja. Za potrebe ocenjevanja vrednosti podjetja sem, upoštevajoč ocenjevanje vrednosti obvladujočega deleža, opredelil optimalno stopnjo zadolženosti, in sicer tako, da sem upošteval višino dolga, ki zagotavlja količnik obrestnega pokritja, merjenega kot strošek v višini 3.

Na podlagi zgoraj opisanega postopka, sem upošteval optimalno stopnjo zadolženosti, pri kateri bi bil celotni kapital Podjetja sestavljen iz **57,6%** dolga in **42,4%** lastniškega kapitala.

#### **Tehtano povprečje stroškov kapitala**

Obrestno mero najprej popravimo za učinek davčnega ščita tako, da jo pomnožimo z izrazom  $(1-0,25)$  davčna stopnja). Glede na to, da je ciljna davčna stopnja Podjetja **25%**, je strošek dolgovanega kapitala pri izračunu tehtanega poprečja stroškov kapitala enak **4,50%**. Tehtano poprečje stroškov kapitala je izračunano na podlagi **57,6%** deleža dolga in **42,4%** deleža lastniškega kapitala v celotnem kapitalu Podjetja. Tako dobimo tehtano poprečje stroškov kapitala v višini **13,31%** (glej Prilogo 7).

### 4.3. Ocena vrednosti

#### Priloga 6

Na podlagi prikazanih izhodišč poslovanja Podjetja in ocenjenega tehtanega povprečja stroškov kapitala sem ocenil vrednost celotnega Podjetja. Izračun sedanje vrednosti je podrobneje predstavljen v Prilogi 6. Od tako izračunanega zneska sem odštel znesek finančnih obveznosti na datum ocenjevanja vrednosti (znesek obrestovanega dolga) in dobil ocenjeno vrednost lastniškega kapitala na podlagi donosov iz poslovanja.

K tej vrednosti sem prištel še denarna sredstva in kratkoročne finančne naložbe, ki sem jih prej izločil iz osnov za izračun potrebnih vlaganj v obratni kapital. Podjetje na dan vrednotenja ni imelo v lasti poslovno nepotrebni sredstev.

Podjetje je lastniško zaprta družba, vrednost, ugotovljena na podlagi uporabe metode diskontiranega denarnega toka, pa predstavlja vrednost polno tržljivega deleža, zato je potrebno upoštevati še odbitek za pomanjkanje tržljivosti.

V konkretnem primeru sem izhajal iz denarnega toka, ki je razpoložljiv obvladujočemu lastniku, zato sem kot osnovno vrednost po na donosu zasnovanem načinu dobil vrednost za obvladujočega lastnika. Na podlagi tega sem uporabil le odbitek za pomanjkanje tržljivosti. Izračun odbitka za pomanjkanje tržljivosti je podan v Prilogi 7, v našem primeru pa znaša 13%.

Na podlagi tako opredeljenih izhodišč sem z uporabo metode diskontiranega denarnega toka ocenili vrednost 100% deleža Podjetja na dan 31. december 2005 v višini **842 mio SIT**.

Rezultat ocenjevanja vrednosti sem preveril tudi z vidika občutljivosti na diskontno mero in na stopnjo rasti po konkretnem obdobju napovedi. Rezultat je izkazal visoko stopnjo občutljivosti na diskontno mero in manjšo občutljivost na stopnjo rasti v preostali vrednosti (glej Prilogo 6). **Ob spremembi diskontne mere za  $\pm 10\%$  se vrednost poveča za 21,3% oziroma zmanjša za 16,4%.**

## 5. SKLEP

Vrednotenje podjetij je zahtevno opravilo, saj vrednost podjetja temelji na sedanji vrednosti prihodnjih koristi. Zato je ocena vrednosti v veliki meri odvisna od uspešnosti napovedovanja prihodnega poslovanja. Pri podjetjih, ki kotirajo na borzi, se cena oziroma vrednost oblikuje s tržno ponudbo in povpraševanjem. Razkorak med ceno delnice in dejansko pošteno vrednostjo podjetja pa priča o učinkovitosti in razvitosti trga kapitala.

V Sloveniji je kar nekaj takih podjetij, ki zelo hitro rastejo in spadajo med t.i. gazele. Tudi v prihodnosti se bo tak trend rasti moral nadaljevati, če bodo naša podjetja želela biti

konkurenčna korporacijam iz tujine. Tukaj nastopi problem za lastnike takih podjetij. Pojavi se vprašanje, ali podjetje prodati sedaj, ko so razmere za to ugodne, ali pa še naprej vse presežke denarnega toka vlagati nazaj v podjetje, in na ta način doseči prihodnje koristi. Rast podjetja privede do bolj kompleksnega vodenja, pojavijo se potrebe po spremembi organizacijske strukture, novih znanjih, novih zaposlenih itd.

Lastniki proizvodnega podjetja, obravnavanega v diplomskem delu, se srečujejo s podobnimi vprašanji, zato jim ocena vrednosti podjetja lahko doprinese k odločitvi, ali podjetje prodati ali iti v nove investicije, saj le na ta način lahko sledijo rasti svojim največjim odjemalcem, ki zahtevajo dobavitelja z zadostnimi zmogljivostmi.

Osnova za odločitev o prodaji je poštena vrednost podjetja. Cena, katero je pripravljen plačati kupec, pa je odvisna od koristi, ki jih bo le ta imel od nakupa. Izbira metodologije in način ocenjevanja vrednosti je odvisna od uspešnosti poslovanja podjetja, sam sem v konkretnem primeru izbral metodo diskontiranih denarnih tokov. Podjetje posluje uspešno, zato je možna napoved prihodnjih donosov.

Dejavniki, ki vplivajo na ocenjevanje vrednosti, so za Podjetje ugodni, saj je makroekonomska napoved za prihodnja leta pozitivna. Iz večjega obsega naročil odjemalcev in njihovih napovedi prihodnjih naročil je razvidno, da je panoga v vzponu. Podjetje na slovenskem trgu nima večje konkurence, je izrazito izvozno usmerjeno, zato je njihova konkurenca globalno razpršena.

Obravnavano podjetje ima relativno kratko zgodovino, njihova glavna dejavnost je proizvodnja kovinskih mehanskih delov za izdelke industrijske elektronike in je v lasti večinskega lastnika ter zaposlenih. S finančno analizo sem podrobno spoznal poslovanje Podjetja, kar je osnova za napovedi prihodnjega poslovanja.

Praktičen prikaz vrednotenja po metodi DCF sem izvedel v treh korakih. Iz napovedi prihodkov, stroškov, naložb in obratnega kapitala sem izračunal čisti denarni tok in preostalo vrednost. Oceno diskontne mere sem določil na podlagi CAPM modela in z njo diskontiral dobljene denarne tokove ter preostalo vrednost. Od tako dobljene vrednosti sem odštel še dolgove, dodal denar in sredstva na banki, naložbe ter presežek obratnega kapitala. Zaradi pomanjkanja tržljivosti je bilo potrebno vrednost Podjetja zmanjšati še za ta diskont. Tako dobljena ocena vrednosti Podjetja znaša 842 milijonov SIT,

Pomemben dejavnik pri tovrstnem ocenjevanju vrednosti podjetij je pridobivanje čimvečih informacij o njihovem poslovanju. Za to so poleg vseh računovodskih izkazov in letnih poročil potrebni tudi pogovori z vodstvom, ki zelo pripomorejo pri napovedi o prihodnjih donosih in morebitnih investicijah.

## LITERATURA

1. Bergant Živko: Sodobni pogledi na ugotavljanje uspešnosti podjetja. Slovenska ekonomska revija, Ljubljana, 1998, 3, str. 87-101.
2. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Essentials of Investments. 5th Edition. Boston : McGraw-Hill, 2003. 765 str.
3. Brealey R.A., Myers Stewart C.: Principles of Corporate Finance. 7th Edition. Boston : McGraw-Hill, 2003. 1071 str.
4. Brigham E.F., Gapenski L. C., Ehrhardt M. C.: Financial Management. 9th Edition. B. K. : The Dryden Press, 1999. 1087 str.
5. Brigham E.F., Daves P.R.: Intermediate Financial Management. 7th Edition. B. K. : South – Western, 2002. 987 str.
6. Copeland Tom et al.: Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. 2nd Edition. New York : John Wiley & Sons, 1996. 550 str.
7. Damodaran Aswath: Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Second Edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2002. 1370 str.
8. Fishman J.E. et al.: Guide to Business Valuation. 12th Edition. Fort Worth : Practitioners Publishing Company, 2002.
9. Frank J. Fabozzi: Financial Management and Analysis. 2nd Edition. New York : John Wiley and Sons, Inc 2003. 1007 str.
10. Hartman Andrej: Vrednotenje in prestrukturiranje podjetja. Študijsko gradivo – skripta. Portorož : Visoka šola za podjetništvo. 2000. 78 str.
11. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
12. Norčič Oto: Razvoj in temelji sodobne ekonomske misli. Ljubljana : ČZ Uradni list Republike Slovenije, 1994. 322 str.
13. Pratt Shannon P.: Valuing Small Businesses and Professional Practises. Second Edition. Homewood : Business One Irwin, 1993. 692 str.



14. Pratt Shannon P.: The Market Approach to Valuing Business: New York : John Wiley & Sons, 2001. 356 str.
15. Praznik B.: Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij. Strokovna zbirka Slovenskega inštituta za revizijo. 3. zvezek. 1. izdaja. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2004. 151 str.
16. Stocks, Bonds, Bills and Inflation. Yearbook 2004. Valuation Edition. New York : Ibbotson Associates, 2005.
17. Škof Milan: Vrednotenje podjetij. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1994. 193 str.

## **VIRI**

1. American Society of Appraisers, ASA. [URL: <http://www.appraisers.org>], 24.9.2006.
2. Country Credit Ratings. Institutional Investor. [URL: <http://www.institutionalinvestor.com>], 01.12.2006.
3. Damodaran Aswath: Levered and Unlevered Betas by Industry. Damodaran Online. [URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>], 01.12.2006.
4. Ibbotson. [URL: <http://www.ibbotson.com/>], 02.12.2006.
5. Internetna izdaja Slovenskih računovodskih standardov (2006). [URL: [http://www.si-revizija.si/racunovodje/SRS\\_2006.php](http://www.si-revizija.si/racunovodje/SRS_2006.php)], 05.10.2006.
6. Jesensko poročilo gospodarskih gibanj, UMAR. Ljubljana, 2006. 17 str.
7. Podatkovna baza GVIN. [URL: <http://www.gvin.com>], 20.12.2006.
8. Podatkovna baza iBON. [URL: <http://www.ibon.com>], 08.12.2006.
9. Slovenski poslovnofinančni standardi (Uradni list RS, št. 54/05).
10. Statistični letopis Republike Slovenije 2006. [URL: [http://www.stat.si/letopis/index\\_vsebina.asp?leto=2006&jezik=si](http://www.stat.si/letopis/index_vsebina.asp?leto=2006&jezik=si)], 23.12.2006.
11. The CIA World Factbook. [URL: <https://www.cia.gov/cia/publications/factbook/index.html>], 08.12.2006.

12. The Economist. [URL: <http://economist.com/markets/indicators/>], 23.11.2006.
13. US Department of the Treasury. [URL: <http://www.treas.gov/>], 06.09.2006.
14. World Economic Outlook. Washington : IMF, 2005.
15. Zakon o gospodarskih družbah (Uradni list RS, št. 42/06).

# **PRILOGE**

PRILOGA 1: Zgodovinske bilance stanja

PRILOGA 2: Zgodovinski izkazi poslovnega izida

PRILOGA 3: Obratni kapital

PRILOGA 4: Analiza kazalnikov

PRILOGA 5: Projekcije izkazov poslovnega izida

PRILOGA 6: Vrednotenje po metodi DCF

PRILOGA 7: Izračun stroška kapitala po CAPM

PRILOGA 8: Študije odbitkov za pomanjkanje tržnosti

**PRILOGA 1**  
**Proizvodno podjetje**  
**Zgodovinske bilance stanja**

<i>Zgodovinske bilance stanja</i>	<i>nerevidirano</i>	<i>nerevidirano</i>	<i>nerevidirano</i>	Struktura			<i>Gibanje</i>		
<i>v '000 SIT</i>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2002/2003</b>	<b>2003/2004</b>	<b>2004/2005</b>
<b>Stalna sredstva</b>									
Neopredmetena dolgoročna sredstva	3.758	3.230	2.113	1.6%	0.9%	0.3%	-1.1%	-14.1%	-34.6%
Opredmetena osnovna sredstva	79.615	177.500	358.449	33.7%	49.9%	51.7%	-48.6%	122.9%	101.9%
Dolgoročne finančne naložbe	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	n.a.	n.a.	n.a.
	<b>83.372</b>	<b>180.729</b>	<b>360.562</b>	<b>35.2%</b>	<b>50.8%</b>	<b>52.0%</b>	<b>-47.5%</b>	<b>116.8%</b>	<b>99.5%</b>
<b>Gibljiva sredstva</b>									
Zaloge	45.360	66.861	113.624	19.2%	18.8%	16.4%	61.6%	47.4%	69.9%
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	-100.0%	n.a.	n.a.
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	57.766	84.379	173.852	24.4%	23.7%	25.1%	-18.0%	46.1%	106.0%
Kratkoročne finančne naložbe	41.940	5.017	510	17.7%	1.4%	0.1%	-27.1%	-88.0%	-89.8%
Denar in sredstva na banki	7.859	18.434	43.617	3.3%	5.2%	6.3%	-48.7%	134.6%	136.6%
Aktivne časovne razmejitve	286	29	958	0.1%	0.0%	0.1%	-21.3%	-89.9%	3203.4%
	<b>153.211</b>	<b>174.721</b>	<b>332.562</b>	<b>64.8%</b>	<b>49.2%</b>	<b>48.0%</b>	<b>-15.9%</b>	<b>14.0%</b>	<b>90.3%</b>
<b>SREDSTVA SKUPAJ</b>	<b>236.584</b>	<b>355.451</b>	<b>693.124</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>-30.6%</b>	<b>50.2%</b>	<b>95.0%</b>
<b>Kratkoročne obveznosti</b>									
Kratkoročne obveznosti iz financiranja	1.252	16.212	47.913	0.5%	4.6%	6.9%	n.a.	1195.2%	195.5%
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	64.757	85.567	228.109	27.4%	24.1%	32.9%	-70.1%	32.1%	166.6%
Pasivne časovne razmejitve	4.161	4.447	1.083	1.8%	1.3%	0.2%	-33.2%	6.9%	-75.6%
	<b>70.170</b>	<b>106.226</b>	<b>277.105</b>	<b>29.7%</b>	<b>29.9%</b>	<b>40.0%</b>	<b>-68.5%</b>	<b>51.4%</b>	<b>213.0%</b>
<b>Dolgoročne obveznosti in rezervacije</b>									
Rezervacije za obveznosti in stroške	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	n.a.	n.a.	n.a.
Dolgoročne obveznosti iz financiranja	0	47.664	159.268	0.0%	13.4%	23.0%	n.a.	n.a.	234.1%
Dolgoročne obveznosti iz poslovanja	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	n.a.	n.a.	n.a.
	<b>0</b>	<b>47.664</b>	<b>159.268</b>	<b>0.0%</b>	<b>13.4%</b>	<b>23.0%</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>234.1%</b>
<b>Obveznosti skupaj</b>	<b>70.170</b>	<b>153.890</b>	<b>436.373</b>	<b>29.7%</b>	<b>43.3%</b>	<b>63.0%</b>	<b>-68.5%</b>	<b>119.3%</b>	<b>183.6%</b>
<b>Kapital</b>									
Vpoklicani kapital	153.231	153.231	153.231	64.8%	43.1%	22.1%	29.6%	0.0%	0.0%
Rezervacije	659	2.417	5.177	0.3%	0.7%	0.7%	n.a.	266.6%	114.2%
Preneseni dobiček	12.524	12.524	45.914	5.3%	3.5%	6.6%	n.a.	0.0%	266.6%
Dobiček tekočega leta	0	33.390	52.429	0.0%	9.4%	7.6%	n.a.	n.a.	57.0%
Prevrednotovalni popravek kapitala	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	n.a.	n.a.	n.a.
	<b>166.413</b>	<b>201.561</b>	<b>256.750</b>	<b>70.3%</b>	<b>56.7%</b>	<b>37.0%</b>	<b>40.7%</b>	<b>21.1%</b>	<b>27.4%</b>
<b>OBVEZNOSTI IN KAPITAL SKUPAJ</b>	<b>236.584</b>	<b>355.451</b>	<b>693.124</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>-30.6%</b>	<b>50.2%</b>	<b>95.0%</b>

**PRILOGA 2**

**Proizvodno podjetje**

**Zgodovinski izkazi poslovnega izida**

**Zgodovinski izkazi poslovnega izida**

v '000 SIT	<i>prilagojeno</i>							
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003/2004	2004/2005
Čisti prihodki od prodaje	378.443	524.411	999.074	81.8%	98.6%	99.8%	38.6%	90.5%
Drugi prihodki	84.418	7.564	1.798	18.2%	1.4%	0.2%	-91.0%	-76.2%
<b>Prihodek skupaj</b>	<b>462.861</b>	<b>531.975</b>	<b>1.000.872</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>14.9%</b>	<b>88.1%</b>
Stroški poslovanja								
- stroški blaga in materiala	-131.112	-160.611	-360.905	-28.3%	-30.2%	-36.1%	22.5%	124.7%
- stroški storitev	-208.519	-232.043	-414.314	-45.1%	-43.6%	-41.4%	11.3%	78.6%
- stroški dela	-49.508	-68.810	-106.462	-10.7%	-12.9%	-10.6%	39.0%	54.7%
- amortizacija	-30.260	-38.847	-46.800	-6.5%	-7.3%	-4.7%	28.4%	20.5%
- prevrednot. poslovni odhodki za obratna sredstva	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	n.a.	n.a.
- drugi stroški/prihodki	-841	-537	-207	-0.2%	-0.1%	0.0%	-36.1%	-61.4%
	<b>-420.240</b>	<b>-500.848</b>	<b>-928.688</b>	<b>-90.8%</b>	<b>-94.1%</b>	<b>-92.8%</b>	<b>19.2%</b>	<b>85.4%</b>
<b>Dobiček iz poslovanja</b>	<b>42.621</b>	<b>31.127</b>	<b>72.184</b>	<b>9.2%</b>	<b>5.9%</b>	<b>7.2%</b>	<b>-27.0%</b>	<b>131.9%</b>
Prihodki iz financiranja	18.148	9.975	1.284	9.2%	5.9%	7.2%	-45.0%	-87.1%
Stroški financiranja	-13.512	-5.954	-18.280	-2.9%	-1.1%	0.1%	-55.9%	207.0%
<b>Dobiček pred davki in izrednimi dogodki</b>	<b>47.257</b>	<b>35.148</b>	<b>55.188</b>	<b>10.2%</b>	<b>6.6%</b>	<b>5.5%</b>	<b>-25.6%</b>	<b>57.0%</b>
Izredni prihodki	845	0	0	0.2%	0.0%	0.0%	-100.0%	n.a.
Izredni odhodki	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	n.a.	n.a.
<b>Dobiček pred davki</b>	<b>48.102</b>	<b>35.148</b>	<b>55.188</b>	<b>10.4%</b>	<b>6.6%</b>	<b>5.5%</b>	<b>-26.9%</b>	<b>57.0%</b>
Davki	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	n.a.	n.a.
<b>Čisti dobiček</b>	<b>48.102</b>	<b>35.148</b>	<b>55.188</b>	<b>10.4%</b>	<b>6.6%</b>	<b>5.5%</b>	<b>-26.9%</b>	<b>57.0%</b>

**PRILOGA 3**  
**Proizvodno podjetje**  
**Obratni kapital**

<i><b>Obratni kapital</b></i>									
<i>v '000 SIT</i>	<i>nerevidirano</i> <b>2003</b>	<i>nerevidirano</i> <b>2004</b>	<i>nerevidirano</i> <b>2005</b>	<i>napoved</i> <b>2006</b>	<i>napoved</i> <b>2007</b>	<i>napoved</i> <b>2008</b>	<i>napoved</i> <b>2009</b>	<i>napoved</i> <b>2010</b>	<i>napoved</i> <b>2011</b>
Zaloge	45.360	66.861	113.624						
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	0	0	0						
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	57.766	84.379	173.852						
Aktivne časovne razmejitev	286	29	958						
	103.126	151.241	287.476						
Kratkoročne obveznosti iz poslovanja	64.757	85.567	228.109						
Pasivne časovne razmejitev	4.161	4.447	1.083						
	68.919	90.014	229.192						
<b>Obratni kapital</b>	<b>34.207</b>	<b>61.227</b>	<b>58.284</b>	<b>95.462</b>	<b>137.621</b>	<b>171.957</b>	<b>206.293</b>	<b>240.630</b>	<b>276.683</b>
kot % prihodkov (na letni osnovi)	7.4%	11.5%	9.7%						
Ciljna stopnja obratnega kapitala			9.5%						
Primanjkljaj/presežek obratnega kapitala			1.057						
<b>Potreben obseg obratnega kapitala</b>			<b>57.227</b>	<b>95.462</b>	<b>137.621</b>	<b>171.957</b>	<b>206.293</b>	<b>240.630</b>	<b>276.683</b>
<b>Potrebne naložbe v obratni kapital</b>			<b>-1.057</b>	<b>38.235</b>	<b>42.159</b>	<b>34.336</b>	<b>34.336</b>	<b>34.336</b>	<b>36.053</b>
Prihodek skupaj	462.861	531.975	600.000	1.000.872	1.442.884	1.802.884	2.162.884	2.522.884	2.900.884

**PRILOGA 4**  
**Proizvodno podjetje**  
**Analiza kazalnikov**

<u>Analiza kazalnikov</u>	<i>nerevidirano</i>	<i>nerevidirano</i>	<i>nerevidirano</i>	<i>napoved</i>	<i>napoved</i>	<i>napoved</i>	<i>napoved</i>	<i>napoved</i>	<i>napoved</i>
	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Rast (nominalno)</b>									
Prihodki	22.1%	14.9%	121.5%	44.1%	25.0%	20.0%	16.7%	15.0%	10.0%
EBITDA	n.a.	-4.0%	70.0%	37.0%	14.7%	24.5%	28.4%	23.0%	9.3%
EBIT	n.a.	-27.0%	131.9%	23.0%	20.2%	29.0%	37.9%	27.2%	7.0%
<b>Likvidnost</b>									
Denar / sredstva	3.3%	5.2%	6.3%						
Quick Ratio	1.5	1.0	0.8						
Current Ratio	2.2	1.6	1.2						
Obratni kapital / prihodki	7.4%	11.5%	9.7%						
<b>Zadolženost</b>									
Obrestno kritje	3.2	5.2	3.9						
Obveznosti / Sredstva	29.7%	43.3%	63.0%						
Finančni vzvod	0.7%	24.1%	44.7%						
Kapital / Sredstva	70.3%	56.7%	37.0%						
<b>Učinkovitost</b>									
Dnevi terjatev	46	58	53						
Dnevi obveznosti do dobaviteljev	70	80	90						
Dnevi zalog	44	47	35						
Prihodki / Stalna sredstva	4.5	2.9	3.3						
Prihodki/Stalna sredstva - dolg. finančne naložbe	4.5	2.9	3.3						
Prihodki / Sredstva	2.0	1.5	1.7						
<b>Donosnost</b>									
EBITDA marža	15.75%	13.15%	11.9%	11.3%	10.4%	10.8%	11.8%	12.7%	12.6%
EBIT marža	9.21%	5.85%	7.2%	6.2%	5.9%	6.4%	7.5%	8.3%	8.1%
EBITDA / Sredstva	30.81%	19.69%	20.6%						
EBIT / Sredstva	18.02%	8.76%	12.5%						
<b>DuPont analiza</b>									
Čisti dobiček / Prihodki	10.4%	6.6%	5.5%						
Prihodki / Sredstva	2.0	1.5	1.4						
Sredstva / Lastniški kapital	1.4	1.8	2.7						
DuPont pokazatelj	28.9%	17.4%	21.5%						

**PRILOGA 5**  
**Proizvodno podjetje**  
**Projekcije izkazov poslovnega izida**

***Projekcije izkazov poslovnega izida***

<i>v '000 SIT</i>	<i>nerevidirano</i> <b>2005</b>	<i>napoved</i> <b>2006</b>	<i>napoved</i> <b>2007</b>	<i>napoved</i> <b>2008</b>	<i>napoved</i> <b>2009</b>	<i>napoved</i> <b>2010</b>	<i>napoved</i> <b>2011</b>
Čisti prihodki od prodaje	999.074	1.440.000	1.800.000	2.160.000	2.520.000	2.898.000	3.187.800
Drugi prihodki	1.798	2.884	2.884	2.884	2.884	2.884	2.884
<b>Prihodek skupaj</b>	<b>1.000.872</b>	<b>1.442.884</b>	<b>1.802.884</b>	<b>2.162.884</b>	<b>2.522.884</b>	<b>2.900.884</b>	<b>3.190.684</b>
Stroški poslovanja							
- stroški blaga in materiala	-360.905	-541.358	-676.697	-812.036	-947.376	-1.101.240	-1.212.460
- stroški storitev	-414.314	-620.971	-776.839	-932.207	-1.090.682	-1.246.140	-1.371.994
- stroški dela	-106.462	-117.234	-161.996	-185.443	-185.443	-185.443	-203.969
- amortizacija	-46.800	-74.200	-80.200	-95.040	-109.000	-126.000	-143.300
- prevrednotovalni popravki	0	0	0	0	0	0	1
- drugi stroški/prihodki	-207	-311	-388	-466	-545	-626	-689
<b>Stroški poslovanja skupaj</b>	<b>-928.688</b>	<b>-1.354.074</b>	<b>-1.696.120</b>	<b>-2.025.192</b>	<b>-2.333.046</b>	<b>-2.659.449</b>	<b>-2.932.410</b>
<b><i>Dobiček iz poslovanja</i></b>	<b><i>72.184</i></b>	<b><i>88.810</i></b>	<b><i>106.764</i></b>	<b><i>137.692</i></b>	<b><i>189.838</i></b>	<b><i>241.435</i></b>	<b><i>258.274</i></b>
<i>v %</i>	<i>7.2%</i>	<i>6.2%</i>	<i>5.9%</i>	<i>6.4%</i>	<i>7.5%</i>	<i>8.3%</i>	<i>8.1%</i>



**PRILOGA 6**

**Proizvodno podjetje**

**Vrednotenje po metodi DCF**

v '000 SIT	nerevidirano 2003	nerevidirano 2004	nerevidirano 2005	napoved 2006	napoved 2007	napoved 2008	napoved 2009	napoved 2010	napoved 2011	NDT
EBIT	42.621	31.127	72.184	88.810	106.764	137.692	189.838	241.435	258.274	
% rast	n.a.	-27.0%	131.9%	23.0%	20.2%	29.0%	37.9%	27.2%	7.0%	
davek na EBIT				-22.203	-26.691	-34.423	-47.460	-60.359	-64.568	
<b>EBIT po davkih</b>	<b>42.621</b>	<b>31.127</b>	<b>72.184</b>	<b>66.608</b>	<b>80.073</b>	<b>103.269</b>	<b>142.379</b>	<b>181.076</b>	<b>193.705</b>	
Plus: amortizacija				74.200	80.200	95.040	109.000	126.000	143.300	
Bruto denarni tok				140.808	160.273	198.309	251.379	307.076	337.005	
Manj: povečanje obratnega kapitala				-38.235	-42.159	-34.336	-34.336	-34.336	-36.053	
Manj: izdatki za investicije				-97.000	-86.000	-136.000	-90.000	-153.000	-112.000	
<b>Prosti denarni tok pred financiranjem</b>				<b>5.573</b>	<b>32.114</b>	<b>27.973</b>	<b>127.042</b>	<b>119.740</b>	<b>188.952</b>	<b>188.952</b>
Sedanja vrednost (SV) prostega denarnega toka pred financiranjem				4.918	25.012	19.227	77.066	64.103	89.273	
Vsota SV denarnega toka	279.600									
SV preostale vrednosti	846.417									
<b>Ocenjena vrednost investiranega kapitala za 100% delež, ob tržni predpostavki brez elementov kontrole</b>	<b>1.126.017</b>									
Manj: Obrestovani dolg	-207.181									
Plus: Denar in sredstva na banki	43.617									
Plus: Dolgoročne finančne naložbe	0									
Plus: Kratkoročne finančne naložbe	510									
Plus: Poslovno nepotrebna sredstva										
Plus: Presežni obratni kapital	1.057									
<b>Ocenjena vrednost lastniškega kapitala za 100% delež, ob tržni predpostavki brez elementov kontrole</b>	<b>964.020</b>									
Manj: diskont za pomanjkanje kontrole	0%	0								
Manj: diskont za pomanjkanje tržnosti	13%	121.708								
<b>Ocenjena tržna vrednost lastniškega kapitala za 100% delež popravljeno za diskont za pomanjkanje tržnosti</b>	<b>842.313</b>									
Lastniški delež, ki je predmet ocenjevanja		100%								
<b>Ocenjena tržna vrednost lastniškega kapitala za 100% delež popravljeno za diskont za pomanjkanje tržnosti</b>	<b>842.313</b>									

Predpostavke	
WACC	13.3%
Residualna stopnja rasti (g)	2.5%
Obratni kapital / prihodki	9.5%

Preostala vrednost	
NDT	188.952
Preostala vrednost	1.791.489

Analiza občutljivosti (WACC in Residualna stopnja rasti)			
842.313	2.3%	2.5%	2.8%
12.0%	996.290	1.021.704	1.048.495
13.3%	823.834	842.313	861.666
14.6%	690.161	704.014	718.449

Sprememba v %		
	21.3%	
-2.2%		2.3%
	-16.4%	

Potencial zadolževanja 31.dec.05	
EBIT (na letni ravni)	116.874
Obrestno kritje	3
Letni nivo obresti	38.958
<b>Potencial zadolžitve</b>	<b>649.302</b>
Razmerje dolg/MVIC	57.6%
Izbrana zadolžitvev	57.6%

## PRILOGA 7

### Proizvodno podjetje

### Izračun stroška kapitala po CAPM

#### Izračun stroška kapitala po CAPM

##### Izračun koeficienta beta

Beta z zadolženostjo za Podjetje =	1.72	Beta brez zadolženosti x (1 + (1 - davčna stopnja) x (dolg/lastniški kapital))
Beta brez zadolženosti - primerljiva podjetja =	0.85	Beta brez zadolženosti v panogi SIC 50 na podlagi podatkov 96 podjetji uvrščenih na NYSE.
% dolga =	57.6%	
% lastniškega kapitala po tržni vrednosti =	42.4%	100% - % dolga
Davčna stopnja - Podjetje =	25.0%	Ciljna davčna stopnja

##### Ocena zahtevane stopnje donosa lastniškega kapitala Podjetja po modelu CAPM

Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala =	25.30%	Netvegana stopnja donosa + (beta x pribitek za kapitalsko tveganje) + pribitek za majhno podjetje + pribitek za deželno tveganje
Netvegana mera donosa =	4.61%	Nominalna mera donosa 20-letne državne obveznic ZDA
Beta z zadolženostjo - Podjetje =	1.72	
Pribitek za kapitalsko tveganje =	7.19%	Razlika med povprečno stopnjo donosa delnic in 20-letnih državnih obveznic v ZDA (1926-2003)
Deželne prilagoditve =	1.98%	Deželno tveganje po Institutional Investor
Pribitek za majhnost =	6.34%	Donos delnic majhnih podjetij, ki presega donos, ocenjen s CAPM
Dodatna posebna tveganja Podjetja =	0.0%	

##### Povprečni tehtani strošek kapitala

Povprečni tehtani strošek kapitala =	13.31%	(% lastniškega kapitala x zahtevana stopnja donosa) + (% dolga x (1 - davčna stopnja) x strošek dolga)
Zahtevana stopnja donosa lastniškega kapitala =	25.30%	Izračun po modelu CAPM
Strošek dolga pred obdavčitvijo =	6.00%	Nominalna obrestna mera dolga
Strošek dolga po obdavčitvi =	4.50%	
% dolga =	57.6%	Ciljni delež dolga v tržni vrednosti kapitala
% lastniškega kapitala po tržni vrednosti =	42.4%	100% - % dolga
Davčna stopnja - Podjetje =	25.0%	Ciljna davčna stopnja

##### Viri podatkov:

Pribitek za kapitalsko tveganje: Ibbotson Associates, SBBI, Valuation Edition, 2004 Yearbook

Stopnja donosa obveznic 20-letne US zakladne menice: US Department of the Treasury

Pribitek za majhnost: Ibbotson Associates, SBBI, Valuation Edition, 2004 Yearbook

Deželno tveganje: Institutional Investor, September 2004

**PRILOGA 8**

**Proizvodno podjetje**

**Študije odbitkov za pomanjkanje tržnosti**

Študije odbitkov za pomanjkanje tržnosti

<b>A. Študije delnic z omejeno prenosljivostjo</b>				<b>B. Študije transakcij pred javno prodajo</b>		
<b>Študija</b>	<b>Obdobje</b>	<b>Povprečen odbitek</b>		<b>Robert W. Baird &amp; Company Studies</b> <i>(transakcije 5 mesecev pred javno prodajo)</i>		
SEC Institutional Investor	1966-1969	25.8%			<b>Poprečen odbitek</b>	<b>Mediana odbitek</b>
SEC Nonreporting OTC Co's	1966-1969	32.6%		1980-81	60.0%	66.0%
Milton Gelman	1968-1970	33.0%		1985-86	43.0%	43.0%
Robert Trout	1968-1972	33.5%		1987-89	45.0%	45.0%
Robert Moroney	1968-1972	35.6%		1989-90	45.0%	40.0%
Michael Maher	1969-1973	35.4%	<i>Mediana</i>	1990-92	42.0%	40.0%
Standard Research Consultants	1978-1982	45.0%	<i>Mediana</i>	1991-93	45.0%	44.0%
Willamette Management Assc.	1981-1984	31.2%		1994-1995	45.0%	45.0%
William Silber	1981-1988	33.8%		1995-1997	43.0%	42.0%
FMW Opinions, Inc	1979-1992	23.0%		Mediana	45.0%	43.5%
Management Planning, Inc	1980-1996	27.1%		Poprečje	46.0%	45.6%
Bruce Johnson	1991-1995	20.0%				
Columbia Financial Advisers	1996-1997	21.0%				
Columbia Financial Advisers	1997-1998	13.0%				
Povprečje		29.3%				
Mediana		31.9%				

<b>Faktorji diskonta za pomanjkanje tržljivosti</b>	<b>Ocena</b>	
1 Pravica prodaje	<i>vpliva</i>	11%
2 Izplačila dividend	<i>vpliva</i>	23%
3 Potencialni kupci	<i>ne vpliva</i>	0%
4 Velikost svežnja	<i>ne vpliva</i>	0%
5 Predvidevanja javne prodaje delnic	<i>zelo vpliva</i>	23%
6 Dostop do informacij in zanesljivost	<i>vpliva</i>	11%
7 Velikost podjetja	<i>zelo vpliva</i>	23%
8 Restriktivna statutarna določila	<i>vpliva</i>	11%
<b>SKLEP:</b>	<b>ODBITEK ZA POMANJKANJE TRŽLJIVOSTI</b>	<b>13%</b>

Vir: Pratt et al., Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies (4th Edition, 2000)  
Business Valuation Discounts and Premiums, 2001